

Cattedra

---

RELATORE

---

CORRELATORE

---

CANDIDATO

Anno Accademico

# **INDICE**

<i>Abstract</i> .....	5
-----------------------	---

## ***Capitolo 1 - Il Pure Risk Management e la risposta assicurativa alla gestione del rischio.***

1.1. Il ruolo della <i>Corporate Governance</i> .....	12
1.2. Lo shareholder value.....	14
1.3. <i>Corporate Governance e Risk Management</i> .....	16
1.4. La rilevanza dei rischi puri.....	19
1.5. La definizione degli obiettivi <i>pre-loss</i> o <i>post-loss</i> .....	22
1.6. Le strategie di fronteggiamento dei rischi puri.....	25
1.7. L'organizzazione del <i>Risk Management</i> : dalla cultura del rischio alle politiche di assunzione.....	28
1.8. Il <i>Pure Risk Management</i> .....	30
1.8.1. La sensibilizzazione.....	30
1.8.2. L'individuazione.....	31
1.8.3. La valutazione.....	32
1.8.4. La riduzione.....	34
1.8.5. Il trattamento.....	35
1.8.6. Il rapporto tra ritenzione e assicurazione.....	36
1.9. Il ruolo dell'assicurazione nella gestione dei rischi.....	37
1.10. Il rischio di azioni di responsabilità contro amministratori, sindaci e dirigenti.....	40
1.11. La risposta assicurativa alla gestione del rischio di responsabilità: la polizza D&O.....	41
1.12. Le polizze D&O come strumento di <i>governance</i> societaria.....	43

## **Capitolo 2- Il Litigation Funding:**

### *gli effetti nel mercato delle polizze D&O e le ragioni del suo sviluppo.*

2.1. Questioni globali che hanno contribuito ad aumentare i rischi di responsabilità dei dirigenti aziendali.....	46
2.2. I nuovi rischi per gli amministratori e i dirigenti: il rapporto di <i>Allianz Global Corporate &amp; Speciality</i> .....	47
2.3. Il mercato assicurativo D&O.....	52
2.4. <i>Class action</i> e <i>litigation funding</i> : l’impatto sulle “ <i>securities claims</i> ”.....	55
2.5. Storia ed evoluzione del finanziamento del contenzioso.....	59
2.6. Tendenze che hanno favorito lo sviluppo del <i>litigation funding</i> .....	62
2.7. Il <i>litigation funding</i> in Europa.....	64
2.8. Prospettive del <i>litigation funding</i> in Italia.....	67
2.9. Gli effetti sociali del <i>litigation funding</i> .....	69
2.10. L’arretratezza del sistema normativo.....	74

## **Capitolo 3- Le polizze D&O in Italia.**

3.1. L’espansione delle polizze D&O in Italia: un mercato in crescita.....	76
3.2. L’assicurazione di responsabilità civile in generale e le principali fasi della stipula della polizza D&O.....	79
3.3. Il problema della liceità delle polizze assicurative.....	81
3.4. La questione della competenza dell’acquisto delle polizze ad opera della società.....	85
3.5. La struttura delle polizze D&O: la <i>Side A</i> , la <i>Side B</i> , e l’auspicabilità della diffusione della <i>Side C coverege</i> ; i limiti temporali della copertura: la clausola <i>claims made</i> .....	88

3.6. L'incidenza del principio della responsabilità solidale sulla struttura delle polizze D&O: la prevalenza delle cd. "polizze globali" stipulate dalla società.....	91
3.7. Le esclusioni dalla copertura assicurativa nelle polizze D&O.....	94
3.8. Anticipazione e rimborso delle spese legali.....	97
3.9. Il dovere e la facoltà della società di indennizzare gli amministratori dalle spese per l'assistenza legale; la competenza a deliberare il rimborso.....	99
<i>Conclusioni</i> .....	105
<i>Bibliografia</i> .....	109



## *Abstract.*

La tesi ha ad oggetto il controllo dei rischi di responsabilità civile degli amministratori, sindaci o dirigenti di società attraverso strumenti assicurativi e, in tale contesto, si propone di analizzare le problematiche giuridiche emerse con la diffusione delle cd. Polizze D&O.

Nel primo capitolo, si introduce una riflessione sul ruolo sempre più rilevante che la *corporate governance* ha assunto per le imprese negli ultimi decenni, in ragione dell'evoluzione dei sistemi economici e sociopolitici; l'adeguato controllo strategico, l'etica e la responsabilità manageriale sono infatti aspetti che assumono sempre più spazio nella pianificazione aziendale.

Uno degli strumenti maggiormente efficaci per salvaguardare la struttura organizzativa aziendale è il *risk management*: l'insegnamento più vitale della crisi finanziaria del 2008 è proprio il peso che un efficiente processo di *risk management* ricopre nelle società, al fine di circoscrivere la soglia di rischio tollerabile, attraverso un approccio precauzionale e preventivo. Si è assistito infatti ad un aumento della sensibilità verso i rischi, a causa della crescente consapevolezza delle conseguenze che ne possono derivare.

L'analisi empirica ha mostrato che i mutamenti più considerevoli hanno riguardato il ruolo e la gestione dei rischi puri, ossia i rischi che verificandosi possono produrre solo conseguenze economiche negative, cioè danni. Per questo motivo, la trattazione si è focalizzata anzitutto su un'analisi nelle linee generali della gestione dei rischi puri e dell'incidenza di quest'ultima sulla capacità economico finanziaria dell'impresa. Tale analisi ha mostrato la centralità dello sviluppo di una "cultura del rischio", costituita da norme e valori aziendali condivisi, e grazie ai quali si determina l'approccio e la filosofia della direzione dell'impresa nei confronti del rischio. Sul punto, si afferma che, al fine di ideare un programma di fronteggiamento efficace, è necessario compiere una "mappatura globale dei rischi puri", demarcare un "profilo di vulnerabilità" dell'impresa ed impostare un "piano di sicurezza", finalizzato a garantire la sua sopravvivenza e il suo sviluppo.

Nella progettazione dello stesso, l'impresa deve scegliere come trattare i rischi a cui è esposta. Nella valutazione circa la ritenzione e il trasferimento, è imprescindibile considerare il "costo del rischio". Nessuna delle opzioni, infatti, è priva di costi, poiché un aumento inatteso di perdite causate dai rischi puri, intaccano il *cash flow*, così come la copertura funzionale ad evitarlo, poiché onerosa.

L'approccio assicurativo è quello verosimilmente più adatto alla gestione dei rischi puri, poiché non esiste una situazione in cui non si verificano circostanze ostili e particolarmente gravose. Tra i rischi puri rientrano a pieno titolo quelli di responsabilità civile dei vertici della società, che negli ultimi decenni hanno assunto un ruolo particolarmente delicato. La loro gestione ottimale può essere attuata attraverso il trasferimento, reso possibile da un prodotto assicurativo che si sta diffondendo nel mercato: la polizza D&O. L'esistenza di una polizza di questo genere è un importante indice circa la qualità della *governance* e del *business risk* della società, definiti attraverso l'identificazione del rischio e del relativo premio.

Nel secondo capitolo, prendendo atto della crescente diffusione a livello globale delle polizze D&O, si è analizzato il cd. *litigation funding*, focalizzandosi sugli effetti da questo prodotti nel mercato assicurativo. I soggetti che prestano propria finanza per promuovere la proposizione di azioni giudiziarie di terzi, infatti, abbattano le barriere d'ingresso alla giustizia- come la mancanza di risorse di chi è legittimato a proporre azioni- che ostacolano la presentazione di richieste di risarcimento da parte dei danneggiati stessi, aumentando l'esposizione delle imprese ad azioni di responsabilità. Il *litigation funding* trova un terreno fertile soprattutto nel finanziamento delle *class action*, che a seguito dei recenti scandali finanziari e delle riforme legislative, si stanno diffondendo rapidamente, e rappresentano un rischio significativo per le imprese e i loro D&O. Le *class action* si rilevano più interessanti per i finanziatori poiché la pretesa è generalmente più semplice da identificare e quantificare, rispetto ad altri tipi di reclami.

Il *Third Party Funding* è stato considerato in alcune recenti riforme in Europa che riguardano la concorrenza e i ricorsi collettivi, tra cui il "*private enforcement antitrust*". Questo consente a consumatori e imprese di agire in giudizio in caso di condotte *contra legem* di una società. Nonostante la Direttiva, l'elevato costo delle

controversie e i rischi a cui si incorre, scoraggiano i consumatori e le piccole-medie imprese ad agire in giudizio. La Direttiva stessa, tuttavia, menziona la possibilità di trasferire a terzi l'esecuzione di tali azioni, a livello organizzativo e finanziario.

In Italia siamo agli albori, in quanto il TPF non è regolamentato, ma neppure vietato. Finora non sono stati molti i fondi che hanno scelto le liti italiane come *asset* di investimento. La selezione degli investitori infatti è molto severa, essendo basata su l'entità economica del contenzioso, la probabilità di successo della lite e la prevedibilità dei tempi richiesti per concluderla. Per ora in Italia il banco di prova è l'arbitrato, essendo l'unico settore in grado di rispondere a queste caratteristiche. La crisi da Covid-19, tuttavia, sta accelerando lo sviluppo del TPF in Italia. L'impatto sarebbe positivo, in quanto si correggerebbe quel fallimento di mercato inerente all'accesso alla giustizia, assicurando ciò che in tutte le moderne giurisdizioni è considerato come valore fondamentale. Senza dubbio aumenterebbe il volume delle controversie, ma questa conseguenza non deve essere considerata necessariamente negativa, soprattutto se le pretese sono meritevoli di tutela. Il TPF, inoltre, implica un'allocazione ottimale dei costi e dei rischi del contenzioso. Ciò genererebbe esternalità positive, se proiettata su scala più ampia: il mercato sarebbe più competitivo, i costi più bassi, i servizi migliori, e aumenterebbe la tendenza ad un'applicazione ottimale delle leggi. Le ripercussioni sociali sarebbero vantaggiose non solo per le parti, ma anche nel perseguimento dell'obiettivo generale di attuare le norme giuridiche di un ordinamento. Da ultimo, la possibilità di usufruire di fondi per sostenere una causa, potrebbe avere un effetto deterrente nella commissione di illeciti.

Le leggi in vigore in Italia non sono sufficienti e non risolvono molti problemi connessi a questo settore: un'adeguata regolamentazione al contrario rafforzerebbe la certezza del diritto e ne favorirebbe lo sviluppo. La portata globale del TPF, tuttavia, lo rende difficile da regolamentare al livello nazionale. Per questo motivo il *soft law* è ampiamente utilizzato, poiché favorisce un'armonizzazione legislativa, senza la necessità di procedure complesse. Il futuro di questo mercato sembra essere una questione impegnativa, soprattutto a livello normativo. Nelle società moderne, guidate da cambiamenti repentini, nonostante alcuni fenomeni siano universalmente apprezzati, il quadro normativo non sembra essere al passo con i

tempi. Anche se saranno necessarie evidenze empiriche, il TPF sembra avere i giusti presupposti per apportare miglioramenti anche nel nostro ordinamento, oltre che un aumento di azioni di responsabilità nell'ambito di controversie particolarmente costose, quali quelle che coinvolgono gli organi societari.

Il terzo capitolo è interamente dedicato alle polizze D&O in Italia, ove si stanno diffondendo seppur con lentezza. Il progresso di questo mercato costituisce la ragione stessa dell'elaborato, poiché si sta assistendo ad una crescita dell'interesse per gli strumenti assicurativi che garantiscono la responsabilità degli organi gestori, anche di imprese medio-piccole.

Il motivo di questo fenomeno è riconducibile, oltre che alle tendenze globali descritte nel secondo capitolo, anche alla Riforma del 2003, percepita come potenziale causa di maggiore esposizione degli amministratori ad azioni di responsabilità.

Tali molteplici fonti di responsabilità impongono al mercato una serie di riflessioni circa la cultura giuridica ed economica.

Ad ostacolare la diffusione delle polizze D&O, tuttavia, hanno contribuito in passato vari fattori. Nonostante la copertura offerta dalla polizza possa rappresentare una soluzione per disincentivare il management ad accettare incarichi rischiosi, infatti, è stata posta in dubbio la liceità di questa forma di assicurazione, soprattutto quando il premio è a carico della società. Questa allocazione di costi, infatti, sarebbe contraria all'ordine pubblico, contrastando con la funzione deterrente della responsabilità civile. L'organo di controllo in particolare, sarebbe portato ad adempiere con minori diligenza i doveri del proprio mandato. Numerose sono le argomentazioni a sostegno della liceità della polizza, tra cui il fatto che la garanzia di un indennizzo certo e pieno può, al contrario, sollecitare azioni, amplificando il ruolo deterrente e compensativo della responsabilità. Si commetterebbe, inoltre, una violazione dolosa, che non sarebbe coperta dalla polizza.

Superato il dubbio di liceità, resta comunque il problema di come identificare l'organo competente a deliberarne la sottoscrizione. Un primo orientamento, favorito da un parere dell'Agenzia delle Entrate, ha sostenuto la natura non retributiva della polizza, che comporterebbe una competenza inderogabile a carico

degli amministratori. In realtà tale parere era finalizzato a disciplinare una specifica fattispecie riguardante l'obbligo di assicurare i quadri intermedi e i dirigenti. Alla luce di una serie di considerazioni sulla natura retributiva, si è concluso che la decisione circa la loro stipula spetta all'organo di volta in volta competente alla determinazione del compenso degli amministratori. Ne consegue, quindi, che l'organo competente a decidere la stipula, in via generale è l'assemblea dei soci; per le società che adottano un sistema dualistico, è il consiglio di sorveglianza, salvo che lo statuto non disponga diversamente.

Risolti i problemi posti circa la liceità e la competenza, la trattazione si è rivolta verso un'analisi della struttura delle polizze D&O, generalmente costituite da due parti, la Side A, - a tutela degli amministratori per ipotesi di responsabilità per colpa grave contro perdite e spese causate da azioni di responsabilità per le quali non hanno ricevuto indennizzi dalla società- e la Side B- che garantisce la società per spese e somme indennizzate da questa a causa di richieste di risarcimento da parte degli amministratori. In Italia non è presente la Side C, finalizzata a coprire direttamente la responsabilità della società stessa, diminuendo la funzione compensativa del sistema combinato assicurazione/responsabilità in relazione a due fattispecie di responsabilità (per danni diretti causati dagli amministratori a terzi o a soci e per violazioni dei principi di corretta gestione societaria). L'estensione della copertura è auspicabile, poiché comporterebbe non pochi vantaggi, come ad esempio una corretta ripartizione del danno, anche in caso di insolvenza della società. In questa sede, infine, a completamento dell'esposizione circa la struttura delle polizze, si sono definiti i limiti temporali della stessa, solitamente regolati da clausole *claims made*.

A proposito della struttura delle polizze è interessante sottolineare che questa è stata profondamente influenzata dal principio della responsabilità solidale degli amministratori, implementando la diffusione delle polizze c.d. "globali". Questi orientamenti si sono sviluppati, tuttavia, prima della Riforma del 2003, e si rivelano incoerenti con il sistema attuale, in cui vi è una distinzione ed una individuazione delle responsabilità tra i vari componenti degli organi societari. Tale diversificazione costituisce il presupposto per la stipula di polizze D&O individuali.

Oltre ai limiti quantitativi e temporali citati, le polizze D&O comunemente previste prevedono una serie di esclusioni dalla copertura assicurativa. Queste riguardano il compimento di atti fraudolenti o dolosi degli amministratori, in particolare nelle situazioni in cui questi erano a conoscenza che l'evento avrebbe potuto generare una domanda di risarcimento; gli indennizzi per le sanzioni amministrative nei confronti degli amministratori; i danni derivati da operazioni di acquisizione, fusione, scissione, anche se questa è un'esclusione non totalmente condivisibile. È utile inoltre ricordare che le polizze prevedono l'anticipo delle spese legali anche per i procedimenti amministrativi e penali a carico degli amministratori, coerentemente con l'adeguata protezione del diritto di difesa costituzionalmente tutelato.

In conclusione, è innegabile che il contesto giuridico in cui i vertici aziendali sono chiamati ad operare è sempre più complesso, aggressivo e globalizzato. Il mercato assicurativo, dal canto suo, risponde offrendo strumenti contrattuali adeguati a tutelare tali soggetti, come evince dalla progressiva diffusione di queste polizze anche nel mercato italiano.



## *Capitolo 1:*

### *Il Pure Risk Management e la risposta assicurativa alla gestione del rischio.*

#### 1.1. Il ruolo della *Corporate Governance*.

La *corporate governance* negli ultimi vent'anni ha assunto una posizione di particolare spicco a causa di evidenti cambiamenti avvenuti nei sistemi economici e sociopolitici<sup>1</sup>. Lo sviluppo dei mercati finanziari, la globalizzazione, la privatizzazione di grandi imprese, il mutamento delle condizioni di mercato, hanno indubbiamente modificato l'assetto in cui le aziende operano e i recenti scandali finanziari ne hanno compromesso la trasparenza e l'affidabilità. Tutto ciò ha contribuito all'accrescimento della domanda di efficacia ed efficienza circa la gestione delle imprese, specialmente se quotate in borsa.

In questo vivace contesto i vertici aziendali sono chiamati a ritrovare nuove soluzioni al fine di adempiere ai propri doveri nei confronti di creditori, portatori di capitale e altri soggetti interessati al valore dell'impresa (i c.d. "*stakeholders*")<sup>2</sup>.

Inizia dunque a farsi strada il ruolo via via crescente del sistema di governo, in relazione a questioni quali l'adeguato controllo strategico, l'etica e la responsabilità manageriale.

Incisivi sono stati anche interventi legislativi e di autoregolamentazione, quali i Codici di Autodisciplina, che nonostante non abbiano forza di legge, hanno condizionato nella prassi l'attività societaria, se volontariamente assunti dalla stessa<sup>3</sup>.

Gli obiettivi e i temi della *corporate governance*, sebbene l'impossibilità di elaborarne un modello unico per tutte le società, tendono a convergere. Questa

---

<sup>1</sup> Chapman, R.J., (2012), p. 59-83.

<sup>2</sup> Fiori, G., Tiscini, R., (2020), p. 72-72.

<sup>3</sup> Chiappetta, F., (2017), p. 2-3.

costituisce infatti l'insieme di regole e di valori che fondano la struttura organizzativa aziendale, con lo scopo di salvaguardare la trasparenza dell'azione di governo, un corretto e regolare sistema di gestione e una chiara identificazione di competenze e responsabilità del management e degli organi sociali. Quest'ultimo aspetto evidenzia la centralità della gestione aziendale in rapporto ai vertici della dirigenza.

I problemi principali di *governance* si ravvisano nelle grandi imprese, in particolar modo in quelle quotate in borsa, in cui temi come l'effettiva facoltà di prendere decisioni, la suddivisione delle competenze e l'assunzione di responsabilità, rispondono a particolari esigenze di mercato quali la trasparenza delle operazioni e le essenziali garanzie delle minoranze.

L'amministrazione della società rappresenta la questione centrale della *governance*. In qualsiasi sistema la priorità si rivela essere l'efficiente e corretta gestione dell'impresa. La società per azioni per sua natura costituisce un mezzo di investimento collettivo, comportando quindi l'affidamento dei capitali a soggetti competenti che ne assicurano un impiego ottimale.

L'art. 2380-*bis* c.c. indica il principio fondamentale per il quale "la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale". Il consiglio costituisce quindi l'organo incaricato a prendere le decisioni più influenti da un punto di vista strategico ed economico.

La Riforma del 2003 ha rafforzato la centralità dei suoi poteri attribuendogli molteplici competenze e responsabilità<sup>4</sup>. Coerentemente alla pretesa di incentivare l'efficienza e la pienezza di poteri e funzioni, il Codice di Autodisciplina delle società quotate attribuisce un ruolo centrale al *board* per quanto riguarda la creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo periodo.

Una delle risposte più efficaci a questa esigenza è indubbiamente l'*Enterprise Risk Management*, che fornisce alle imprese mezzi e strumenti per prevenire, gestire e circoscrivere la variabilità della performance, al fine di ottenere un vantaggio competitivo e la creazione di valore.

---

<sup>4</sup> Conforti, C., (2012), p. 1040 ss.

## 1.2. Lo *shareholder value*.

Una proficua gestione rappresenta un fondamentale fattore di giudizio per gli investitori circa il valore dell'amministrazione e la performance economica.

La *governance* trova il suo inquadramento oltre che al livello legislativo, anche nei vari statuti che la costituiscono.

Le disposizioni del Codice civile sono inoltre integrate dal Testo Unico della Finanza<sup>5</sup> e dall'autoregolamentazione, per le società quotate. Il punto di riferimento di quest'ultima è rilevabile nel Codice dell'Autodisciplina e costituisce un insieme di norme sull'organizzazione, il cui fondamento è rilevabile nel principio "*comply or explain*", monitorato dagli investitori grazie al dovere di comunicazione annuale<sup>6</sup>.

Borsa Italiana S.p.A. ha delineato un Codice di Autodisciplina al fine di procurare una guida per la determinazione della gestione aziendale.

Analizzando la normativa è evidente lo stretto legame tra *governance* e gestione a tutto campo dei rischi d'impresa, in quanto lo scopo primario della corretta gestione risiede nel creare valore nel medio-lungo periodo. Questo approccio mette in evidenza la pretesa di gestire opportunità e rischi aziendali al fine di incrementare il valore del capitale investito, perseguendo strategie pianificate *ex-ante*.

Il Codice, nel puntualizzare quanto detto, implicitamente assegna al consiglio di amministrazione il controllo del rischio d'impresa.

Definendone i compiti, il Codice prevede come "sua primaria responsabilità, quella di determinare gli obiettivi strategici della società e di assicurarne il raggiungimento"; viene inoltre precisato che il consiglio "esamina e approva i piani strategici, industriali, o finanziari della società"<sup>7</sup>.

Al fine di concretizzare la creazione di valore, l'orizzonte temporale delle decisioni deve assumere una prospettiva di medio-lungo periodo, dovendosi tradurre in una logica di gestione, rientrante nella cultura d'impresa.

---

<sup>5</sup> D. Lgs. n. 58/1998.

<sup>6</sup> Sella, L., (2014), cap. 10.

<sup>7</sup> Borsa Italiana S.p.A., (2018).

L'evidenza empirica illustra che una direzione orientata nel breve periodo limita un efficiente utilizzo delle risorse e un indebolimento delle basi economiche della società<sup>8</sup>.

Un atteggiamento manageriale di lungo termine non comporta inflessibilità strategica, dovendo essere comunque ponderato e adeguato ad eventuali mutamenti ed evoluzioni circa il contesto di riferimento.

L'accezione da attribuire al termine valore è quello di "valore sostenibile", dovendosi considerare tutte le istanze ambientali e sociali di chi è coinvolto nell'attività d'impresa, a prescindere dal titolo.

In questa ottica assume un ruolo decisivo la responsabilità sociale d'impresa. Gli obiettivi di crescita non riguardano quindi soltanto la performance finanziaria, ma anche il miglioramento della qualità della vita, al livello ambientale.

Il valore reputazionale, etico e sociale implica l'attuazione di un efficiente sistema di comunicazione grazie al quale gli azionisti vengono a conoscenza delle strategie aziendali volte ad incrementare il valore sostenibile. Nel perseguire suddetto obiettivo, assume particolare rilevanza il giudizio sull'operato dei dirigenti, con particolare attenzione alle loro responsabilità<sup>9</sup>.

La condotta degli amministratori è tanto più discrezionale, quanto più articolate sono le funzioni e le attività dell'impresa. I criteri da considerare per stimare il loro operato sono di tipo economico e giuridico. Il primo riguarda l'effettiva creazione di valore, analizzabile *ex-post*; il secondo si riferisce alla diligenza, esaminata considerando l'effettivo rispetto delle normative e degli sviluppi risolutivi. Tale ultima valutazione non può che accertarsi *ex-ante*. Nell'attuale disciplina, infatti, la responsabilità degli amministratori ha assunto un ruolo centrale in considerazione ai "procedimenti decisionali e procedure predeterminate, piuttosto che in termini di responsabilità diretta per il compimento di singoli atti"<sup>10</sup>. La condotta dei manager,

---

<sup>8</sup> Un decisa opposizione allo *short termism* si registra negli Stati Uniti dove la practice delle public companies di pubblicare trimestralmente dati previsionali relativi ai corsi dei titoli azionari, è oggetto di accese critiche, e poi di veti da parte delle autorità di settore, motivate dal considerare come le public companies, "preoccupate" di raggiungere o superare gli obiettivi finanziari prospettati, abbiano di frequente tralasciato di impostare il business secondo criteri di stabilità e durevolezza, a tutto detrimento della creazione di valore. Di qui un forte richiamo alla *long term value creation*, che ha trovato espressione nei Principles pubblicati dall'Aspen Institute.

<sup>9</sup> Berard, C., Teyssier, C., (2017), p. 5 ss.

<sup>10</sup> Chiappetta, F., (2017), pp. 193-196.

a causa della forte discrezionalità, deve essere giudicata considerando sia le singole operazioni compiute, sia il rispetto di *fairness* e di aver adeguato a questi presupposti i vari sistemi di organizzazione.

La rilevanza dello *shareholder value* quindi, evidente sul piano internazionale, si rivela essere armonico anche con la tendenza normativa italiana, che considera l'interesse sociale il criterio di giudizio dell'operato di coloro che sono a capo della società.

Una società quotata che si avvale di un sistema efficace di *corporate governance* risponde al meglio degli interessi dei propri azionisti e richiama facilmente investitori istituzionali. Le agenzie internazionali di rating, infatti, pongono particolare attenzione all'apparato gestionale, che costituisce un fattore di qualità idoneo a condizionare la valutazione sull'affidabilità economica e finanziaria dell'impresa.

### 1.3. *Corporate Governance e Risk Management.*

Il più vitale insegnamento che si può dedurre dalla crisi finanziaria del 2008 è il peso che un efficiente sistema di *risk management* ricopre nelle società, specialmente in quelle quotate.

La crisi ha fatto emergere che l'approccio al *risk management* non era di tipo precauzionale e preventivo, in quanto i rischi venivano esaminati esclusivamente quando si esternavano i loro effetti<sup>11</sup>.

L'assunzione del rischio è un fattore fisiologico dell'attività d'impresa e per questo sono fondamentali modelli di gestione degli stessi, per scongiurare il carico di rischi "non tollerabili".

Innumerevoli Codici di Autodisciplina hanno attribuito competenze centrali all'amministrazione in tema di gestione dei rischi (*Recommandations sur le gouvernement d'entreprise* in Francia, *l'Austrian Code of corporate governance*, il *Belgan Code of corporate governance* ecc.).

---

<sup>11</sup> Chapman, R.J., (2012), pp. 59-83.

La gestione dei rischi rappresenta oggi quindi un elemento fondamentale dell'attività di pianificazione strategica, nell'ambito della quale l'amministrazione si impegna a circoscrivere la soglia di rischio tollerabile per l'impresa.

Molteplici ricerche riguardanti la correlazione tra società e rischio hanno rilevato una forte dipendenza tra produzione economica e accrescimento dei rischi. Si è assistito ad un aumento della sensibilità verso i rischi, conseguente la crescente consapevolezza delle conseguenze che ne possono derivare<sup>12</sup>.

Il numero dei rischi con i quali le imprese sono chiamate ad approcciarsi è accresciuto a seguito di diversi fenomeni: l'espansione delle tecnologie produttive che hanno contribuito a costituire sistemi di produzione molto flessibili, incrementandone però la vulnerabilità; l'ampliamento della responsabilità di impresa; la regolamentazione della *governance* sempre più orientata verso una gestione conforme a principi di *accountability* e trasparenza<sup>13</sup>.

Il mercato e l'ambiente in cui operano le imprese è altamente mutevole, motivo per cui l'imprevedibilità si rivela essere uno stimolo alla gestione del rischio con cui il consiglio di amministrazione è chiamato a confrontarsi<sup>14</sup>.

Nel corso della sua vita l'impresa può subire numerosi rischi, che dipendono da varie circostanze di mercato o interne.

I rischi esterni riguardano eventi che mutano le condizioni dell'ambiente esterno e del mercato, e che contribuiscono ad impattare la situazione economica dell'impresa<sup>15</sup>. Questi sono gli effetti che derivano dall'andamento del ciclo economico, da qualsiasi variabile macroeconomica e dai mercati finanziari.

I rischi esterni possono nascere anche da eventi naturali o condotte di terzi. Tali eventi sono improvvisi e difficilmente prevedibili, motivo per cui è difficile intervenire per modificare la fonte di rischio; tuttavia, è possibile agire per attutire le conseguenze economiche principalmente attraverso operazioni di copertura.

Quelli di origine interna invece riguardano principalmente l'inadeguatezza dell'organizzazione aziendale. Tra questi rilevano i rischi connessi alle carenze del management, legati all'incapacità di definire missioni e strategie, piuttosto che

---

<sup>12</sup> Nizzola, M., (2015), cap .4.

<sup>13</sup> Selleri, L., (2014), cap. 10.

<sup>14</sup> Lam, J., (2014), p. 68 ss.

<sup>15</sup> Nizzola, M., (2015), cap.4.

quelli riguardanti comportamenti illeciti del consiglio di amministrazione, del comitato di sorveglianza, di gestione, del direttore generale.

In generale, il patrimonio aziendale è suscettibile ai rischi di responsabilità, in quanto rappresenta la garanzia a favore di terzi per i danni che derivano da azioni dolose o colpose poste in essere dai dirigenti.

Particolarmente rilevanti risultano i rischi di responsabilità civile ex art. 2043 c.c., conseguenti l'esercizio di funzioni e compiti attribuiti a manager e amministratori. Come accennato in precedenza, l'impresa è soggetta ad un rischio generale di subire ingenti perdite che compromettono la sua sopravvivenza, ossia alla possibilità che, invece di produrre valore, venga esclusa dal mercato. Questo fenomeno nella teoria economica del rischio, in alternativa alla precedente distinzione, prende il nome di rischio imprenditoriale.

I mutamenti più considerevoli del contesto economico accrescono tale rischio; tuttavia, non riguardano solo questo, ma piuttosto altri pericoli che possono verificarsi a causa del crescente dinamismo dell'ambiente, in termini di intensità e di frequenza<sup>16</sup>. Gli altri rischi d'impresa secondo la "teoria del rischio" possono essere speculativi o puri. I primi possono produrre risultati negativi e positivi, mentre i secondi solo danni.

I rischi speculativi hanno a che fare con variabili aleatorie tendenzialmente simmetriche o con asimmetria leggermente positiva. L'*upside risks*, cioè i vantaggi, sono speculari al *downside risks*, cioè i pericoli. Sono legati alle attività di ricerca e sviluppo e possono essere i rischi di mercato o i rischi finanziari.

In quest'ottica, i rischi puri sono caratterizzati da variabili aleatorie con asimmetria fortemente negativa. La probabilità che si verifichi uno scenario sfavorevole è piuttosto bassa, ma nel caso in cui accada, si incorre in un danno tendenzialmente elevato. I rischi puri sono costituiti da rischi di incendio, furto e responsabilità civile.

Nella pratica, non esiste una reale distinzione tra i due. Ampio è stato il dibattito dottrinale in materia, non essendo rilevabile un confine netto tra queste due classificazioni.

---

<sup>16</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development, author., (2014), p. 10 ss.

Nonostante l'attività di *risk management* è la stessa per entrambi, è possibile identificare implicazioni gestionali diverse.

Per i rischi speculativi risulta cruciale il monitoraggio degli stessi, mentre per quelli puri la loro identificazione.

Fondamentale per questa indagine è la possibilità di accollare il rischio a terzi, come ad esempio le imprese assicurative. I rischi assicurabili sono quindi quelli puri, potendo essere coperti da un'assicurazione, mentre i rischi speculativi non sono assicurabili<sup>17</sup>.

#### 1.4. La rilevanza dei rischi puri.

Oggetto imprescindibile di questo elaborato è costituito dall'analisi dei rischi puri, legati ad eventi aleatori in grado di produrre perdite e costi. Scaturendo da eventi improvvisi, non è possibile prevederli ex- ante, ma possono essere gestiti attraverso attività ex-post di trasferimento del rischio.

La natura binaria del rischio puro (perdita versus mantenimento dello status quo) implica l'impossibilità di forme di compensazione in capo al soggetto esposto.

Possono essere ricondotti a tre macro-aree, quali quelli riguardanti le persone, i beni e le responsabilità. I primi si riferiscono a eventi come malattie, sicurezza, infortuni; i secondi riguardano furti, incendi e trasporti.

I rischi riguardanti le responsabilità richiamano la responsabilità extracontrattuale. Il principio di fondo si sostanzia nel dovere di risarcire i terzi da parte di chi procura un danno a costoro<sup>18</sup>.

L'impresa fronteggia il rischio attraverso "strategie di protezione", che si riferiscono ad azioni e decisioni finalizzate ad eludere circostanze che possono procurare danni alle persone. Quest'ultime, infatti, portano avanti la gestione aziendale e tutelano un rilevante posizionamento competitivo sul mercato, che garantisce la produzione di valore. L'esigenza primaria dell'impresa è quindi assicurare la stabilità dei processi decisionali e preservare il proprio patrimonio.

---

<sup>17</sup> Floreani, A., (2014), p.72 ss.

<sup>18</sup> Selleri, L., (2014), cap. 5.

La protezione deve costituire una “cultura dell’impresa”, in quanto deve interessare ogni suo componente a prescindere dal ruolo ricoperto. Essa coopera nella creazione di valore evitando i danni prodotti da eventuali rischi, limitando la volatilità dei risultati economici e incentivando le relazioni con gli azionisti<sup>19</sup>.

Nel linguaggio comune non c’è una definizione univoca del termine “rischio”, in quanto suddetto concetto è influenzato dalla particolare questione che deve essere risolta. Diversi sono quindi gli approcci a cui si riferiscono le varie nozioni di rischio. Quello in esame risulta essere di tipo tradizionale-assicurativo, essendo percepito come una minaccia. Il rischio viene visto come la possibilità che si verifichino degli effetti avversi in seguito a eventi naturali o azioni umane.

In quest’ottica, il rischio viene individuato solo come negativo. L’origine di tale visione deriva dal fatto che sono esclusivamente due gli scenari che potrebbero prospettarsi.

Nel primo non si verificano conseguenze economiche negative sull’azienda; nel secondo accade un evento idoneo a costituire un danno molto ingente. Anche tali rischi, tuttavia, possono costituire un imprevisto favorevole rispetto al valore atteso. Quest’ultimo è prossimo allo zero, se rapportato con il danno dello scenario migliore durante il quale non accade nulla. La condizione peggiore comporta dei danni notevoli e piuttosto lontani dal valore atteso e per questo tende ad essere percepito come negativo. Difficilmente, infatti, assumere un rischio puro può portare a dei profitti, ma è compito del *risk manager* trovare la combinazione migliore tra strumenti di riduzione e trasferimento, al fine di neutralizzare gli effetti. L’approccio tradizionale – assicurativo è perfettamente idoneo e verosimilmente più adatto all’analisi dei rischi puri, in cui esiste una situazione in cui non si verificano circostanze ostili<sup>20</sup>. In tal senso è interessante formulare alcune considerazioni circa l’atteggiamento dei soggetti nei confronti del rischio. La scelta di gestione -prevalentemente di tipo assicurativo- si configura come una scelta in condizioni di incertezza piuttosto che in condizioni di rischio.

L’attitudine nei confronti del rischio puro potrebbe essere diversa da quella nei confronti, ad esempio, del rischio finanziario.

---

<sup>19</sup> Pompella, M., Boido, C., (2014), p. 39 ss.

<sup>20</sup> Floreani, A., (2004), p. 44.

L'approccio ai due rischi è differente: un avverso al rischio finanziario chiede una "elevata probabilità di successo" prima di entrare in un'impresa rischiosa; viceversa, un avverso al rischio puro pagherebbe un premio anche in presenza di una "bassa probabilità di perdita". La scelta si esprime dunque in un caso in termini di perdita, nell'altro in termini di successo.

Per questo motivo è possibile ipotizzare una maggiore avversità nei confronti del rischio puro, anziché finanziario e che si dovrebbero intraprendere strategie di gestione solide per evitare l'esposizione nei confronti di questo, piuttosto che di quello finanziario<sup>21</sup>.

Fino a qualche anno fa le imprese attribuivano una certa rilevanza solo al rischio imprenditoriale, occupandosi secondariamente dei rischi puri. La causa implicita era l'idea che tra i due non vi fosse alcun rapporto<sup>22</sup>.

Recentemente, sia nelle grandi che nelle piccole-medie imprese, i manager hanno preso consapevolezza della relazione che sussiste tra i diversi rischi in cui incorre la gestione. I c.d. rischi puri infatti incidono notevolmente sui rischi imprenditoriali. In tempi relativamente recenti si è sempre più manifestata l'assenza di una netta separazione tra i due, a causa delle ingenti conseguenze che questi possono produrre nella posizione di mercato dell'impresa, in mancanza di operazioni opportune e rapide. Le conseguenze sulla posizione di mercato, causata dalla perdita di immagine dell'impresa a seguito di domande di risarcimento di ingenti dimensioni, sarebbero fortemente negative.

L'interdipendenza tra rischi di mercato e rischi puri si sostanzia nel fatto che i primi comporterebbero un danneggiamento dei profitti, idoneo ad intaccare la capacità economico finanziaria di rispondere ai danni causati dai secondi.

La diminuzione della vulnerabilità è un presupposto fondamentale per la sopravvivenza dell'impresa e condizione per il suo sviluppo, motivo per cui la gestione della sicurezza costituisce un evidente valore strategico nelle mani della direzione.

L'approccio richiesto nella riduzione della vulnerabilità implica un atteggiamento integrato, proattivo e prospettato nel lungo periodo. Tale responsabilità riguarda

---

<sup>21</sup> Lucarelli, C., Alemanni, B., Brighetti, G., (2012), cap.3.

<sup>22</sup> Floreani, A., (2004), p. 44.

oltre che l'indagine e la realizzazione di soluzioni tecniche di tipo preventivo e precauzionale nel trasferimento dei rischi, anche lo sviluppo di metodologie organizzative<sup>23</sup>.

Tutto ciò comporta che la gestione d'insieme del sistema dei rischi, anche se rientra nei compiti dell'alta direzione, necessita di un pieno coinvolgimento dei vari livelli dell'organizzazione, dovendo questi adottare comportamenti finalizzati a tenere sotto controllo i rischi delle aree nelle quali operano. In altri termini, il *risk management* è strettamente connesso ai ruoli dei diversi responsabili dell'impresa. Se la responsabilità della gestione d'insieme e in una prospettiva di lungo periodo del sistema dei rischi, è compito dell'alta direzione, è altrettanto vero che è necessario implementare e programmare le azioni per realizzarla in modo integrato, nelle diverse aree in cui i rischi possono prodursi.

L'impresa cercherà di evitare i rischi in tutti quei casi in cui questi non sono funzionali e connessi all'attività principale, o comunque quando sono "improduttivi".

Negli altri casi, oltre alla minimizzazione del rischio attraverso strategie di prevenzione e controllo, probabilmente si opterà per il suo trasferimento. In questo senso i rischi d'impresa possono essere distinti in rischi che non è possibile evitare, come il rischio caratteristico, o "core", e quelli che non è indispensabile correre per proseguire l'attività, cioè quelli improduttivi.

#### 1.5. La definizione degli obiettivi *pre-loss* o *post-loss*.

Compito del *risk manager* è attuare strategie funzionali a minimizzare i rischi "cattivi", nella maggior parte puri, e rendere profittevoli quelli "buoni", che possono avere esiti positivi e la cui esposizione può tradursi in un contenimento delle perdite<sup>24</sup>.

La definizione degli obiettivi che si vuole perseguire attraverso la gestione è una questione di massima rilevanza in questa sede. Le decisioni prese e gli strumenti utilizzati in questa fase sono di natura strategica<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> Selleri, L., (2014), cap. 5.

<sup>24</sup> Thomsen, T.N., Skaerbaek, O., (2018), pp.20-33.

<sup>25</sup> Banks, E., (2004), p.130 ss.

In generale, gli obiettivi possono essere “preventivi” o “*pre-loss*”, e “di recupero” o “*post-loss*”. Questa distinzione non deve essere confusa con le strategie di “*pre-loss financing*” e “*post-loss financing*”. Per quest’ultime, infatti, la ripartizione si riferisce al se le risorse per fronteggiare un ipotetico sinistro sono state appostate *ex-ante*, in tempo, o se si è più propensi a reperire la copertura quando serve<sup>26</sup>.

Gli strumenti *pre-loss financing* sono quelli che necessitano di un pagamento anticipato, come una polizza, piuttosto che i fondi rischi istituiti dall’impresa in un’ottica di *self- insurance*.

L’approccio del *post-loss financing*, d’altro canto, è emergenziale, poiché si ipotizza che il danno possa essere recuperato con risorse contingenti. Quest’ultimo è il più adatto ai casi in cui il rischio non è catastrofico. Questa strategia espone le imprese all’eventualità di non poter fronteggiare il rischio. Tale gestione è possibile, ma tendenzialmente più onerosa, poiché l’impresa deve procurarsi la liquidità necessaria per ripagare il danno e ripristinare le condizioni *pro-tempore* vigenti sul mercato.

Da un punto di vista assicurativo e di gestione dei rischi puri, è possibile identificare un’altra qualità che dovrebbe conseguire e preservare, oltre la liquidità e la solvibilità, e cioè la resilienza; l’impresa deve infatti essere in grado di superare eventi traumatici e sinistri eccezionali senza che venga messa in discussione la sua sopravvivenza sul mercato.

Fra gli obiettivi *pre-loss* è necessario includere la gestione produttiva ed economica delle coperture, oltre all’interesse a mettere in sicurezza l’attività d’impresa; l’obiettivo primario di una gestione *post-loss* invece, è indubbiamente la sopravvivenza.

Al livello operativo, il dubbio più significativo è quello che riguarda l’antinomia tra strategie di prevenzione e/o protezione da un lato, e trasferimento del rischio dall’altro<sup>27</sup>.

L’alternativa deve essere posta per il fatto che una gestione preventiva può essere molto onerosa, seppur si potrebbero ritenere ragionevoli e funzionali i costi per la

---

<sup>26</sup> Pompella, M., Boido, C., (2014), p. 41 ss.

<sup>27</sup> Thomsen, T.N., Skaerbaek, O., (2018), pp. 20-33.

prevenzione, che riducono la possibilità di un sinistro, e per la protezione, che ne diminuiscono la severità.

Se la gestione è diligente, i rischi che non possono essere evitati sono tutti quelli che residuano dopo aver provato a prevenire e ridurre il danno, e quindi quelli per i quali non si può fare altro se non ritenere o trasferire; sono rischi di produzione irrinunciabili ed elettivamente finanziati.

Se le decisioni che riguardano i rischi speculativi sono proprie di una strategia che può includere anche la presa di posizioni, quelle che coinvolgono i rischi puri-articolate in scelte di finanziamento *pre-loss* o *post-loss* devono essere basate sul tentativo di minimizzare la perdita.

Il rischio tipico è quello speculativo, ma è un rischio necessario, poiché occorre inevitabilmente correrlo per attuare gli obiettivi aziendali, e ad esso corrisponderà il rendimento che fisiologicamente è consequenziale all'attività in questione.

Tale rendimento sarà più basso o più alto a seconda dell'efficienza delle azioni di protezione rispetto agli altri rischi, tendenzialmente puri, poste in essere dal *Risk Manager*; delle strategie di gestione dei rischi speculativi diversi da quello *core*, d'impresa.

Un *Risk Manager* competente sarà in grado di conseguire una maggior redditività abbattendo il costo del rischio, adottando un insieme di protezione ottimale, e traendo il maggior vantaggio possibile dalle posizioni assunte sul mercato delle coperture, ormai notevolmente speculativo<sup>28</sup>.

La prevenzione, la protezione o il trasferimento del rischio, non potranno in nessun caso riguardare quel rischio definito fisiologico, poiché costituisce la ragione stessa del profitto dell'imprenditore.

Diversamente ci si ritrova di fronte ad una situazione in cui si richiederebbe un premio a fronte di un rischio che non è stato corso, possibile solo in caso di asimmetrie informative. La restituzione o il trasferimento al mercato di una parte del rischio proprio, quello per il quale gli azionisti conferiscono un capitale, che non a caso si chiama "di rischio", significa derogare alla propria funzione, privandola di significato.

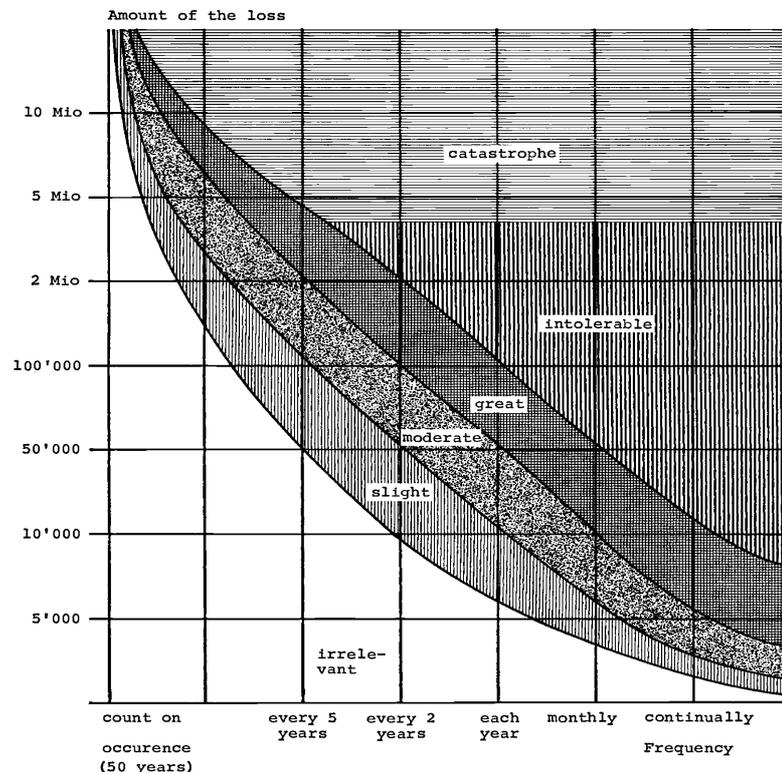
---

<sup>28</sup> Pompella, M., Boido, C., (2014), p. 41 ss.

Il rischio *core*, per la parte rinunciabile, verrà trasferito, condiviso, autoassicurato o ritenuto per la parte irrinunciabile; per la parte produttiva ma rinunciabile si tenterà di incidere attraverso il controllo.

#### 1.6. Le strategie di fronteggiamento dei rischi puri.

Al fine di ideare un programma di fronteggiamento efficace, occorre “concettualizzare la sicurezza”, attraverso la demarcazione di un “profilo di vulnerabilità”, in base all’individuazione dei rischi puri ai quali potrebbe incorrere l’impresa<sup>29</sup>. Di notevole importanza si dimostra la determinazione di una “mappatura globale dei rischi puri”, attraverso un diagramma nel quale vengono categorizzati i rischi ai quali incorre l’impresa. È possibile notare come nell’asse delle ascisse vengano indicate le stime delle frequenze di accadimento in ordine decrescente, mentre nelle ordinate le stime dei danni che potranno produrre<sup>30</sup>.



31

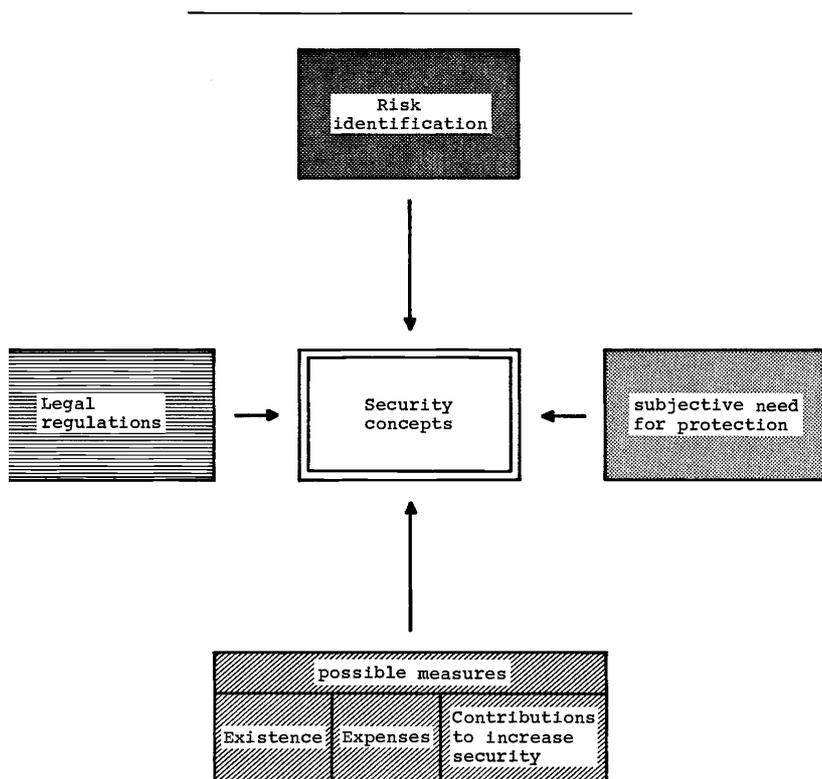
<sup>29</sup> Chapman, R. J., (2012), p 140 ss.

<sup>30</sup> Selleri, L., (2014), cap. 5.

<sup>31</sup> Braunschweiler, H., (1978), pp. 42–55.

Osservando il grafico risulta evidente la classificazione in rischi irrilevanti, piccoli, medi, grandi, insostenibili e catastrofici. Nella loro valutazione è necessario considerare sia i danni economici diretti, sia gli effetti indiretti, difficilmente valutabili in termini quantitativi.

Chiarendo il “profilo di vulnerabilità”, bisogna esaminare la “concettualizzazione della sicurezza”, costituita da molteplici fattori chiave, tra i quali le norme che disciplinano i rischi, l’attitudine alla sicurezza dei dirigenti e le misure di prevenzione e protezione dal rischio disponibili. Le ultime sono funzionali non solo alla diminuzione della reiterazione dei rischi e della portata dei danni che sono idonei a produrre, ma anche alla stima del costo e del contributo che possono apportare alla protezione dell’impresa.



<sup>32</sup> Braunschweiler, H., (1978), pp. 42-55.

Il passaggio successivo consiste nell'ideazione di un piano di sicurezza. Questo recepisce i risultati della precedente fase, includendo i rischi puri che è possibile fronteggiare, e che risultano convenienti da recepire nel piano a seguito di una valutazione costi/contribuiti alla sicurezza. Le misure di fronteggiamento incluse nel piano possono essere vari tipi di sistemi, tecnici, non tecnici ed esterni. Quest'ultimi fanno ricorso a servizi di vigilanza e all'assicurazione, tema centrale di questo elaborato.

Nell'elaborazione del piano si devono considerare le misure di fronteggiamento globalmente e singolarmente, in base al *trade-off* tra i livelli di vulnerabilità/sicurezza che i dirigenti considerano ammissibili e i costi sopportabili. L'obiettivo risulta essere l'ottimizzazione del piano definendo le priorità, i tempi, i soggetti responsabili e le risorse da destinare.

L'analisi dei rischi ricopre sia quelli esterni che quelli interni, al fine di potenziare la prevenzione nelle aree particolarmente suscettibili e nei confronti di beni o soggetti maggiormente esposti. È importante inoltre identificare i rischi auto-assicurabili e le aree per le quali è indispensabile avvalersi di un'assicurazione.

Una peculiarità dei rischi puri è rappresentata dall'influenza del comportamento del singolo nella realizzazione dello stesso. Ciò assume rilievo quando ci si pone l'obiettivo di diminuire l'esposizione al rischio, come scelta intermedia tra le due citate. Nell'ambito dei rischi puri, perciò, è possibile ridurre l'esposizione ad eventi sfavorevoli, attraverso dei comportamenti che ne diminuiscano la possibilità di realizzazione<sup>33</sup>.

Un modo per far fronte ai rischi puri, come accennato, è rappresentato dall'assicurazione<sup>34</sup>.

Ci sono diverse forme e modalità di avvalersi di tale copertura, in quanto per alcuni rischi costituisce l'unico strumento di prevenzione, mentre per altri ricopre una funzione secondaria rispetto alle altre misure di protezione e prevenzione.

L'assicurazione non copre del tutto i danni scaturiti dal verificarsi dei rischi. L'intera copertura, infatti, implica costi molto alti ed a volte proibitivi. Per alcuni

---

<sup>33</sup> Lucarelli, C., Alemanni, B. & Brighetti, G., (2012), cap.3.

<sup>34</sup> Hopkin, P., (2018), cap.3.

rischi, inoltre, non è possibile ricorrere all'assicurazione, e per le assicurazioni di responsabilità c'è sempre un massimale, oltre a franchigie e scoperti obbligatori. Le imprese assicurative provvedono non solo a proteggere i rischi, ma si occupano anche di fornire numerosi servizi di consulenza al fine di stimare il settore più esposto ai rischi; utilizzare tecniche di difesa per circoscrivere l'area e il grado del rischio; scegliere quali rischi proteggere; determinare in quali termini coprirli e in quale modo. Così facendo le assicurazioni divengono partecipi della procedura finalizzata a progettare piani integrati di sicurezza.

### 1.7. L'organizzazione del *Risk Management*.

L'organizzazione alla base dei rischi puri ricopre un ruolo strategico per l'impresa. Questa si basa, in primo luogo, sulla cultura del rischio.

L'efficacia del *risk management* dipende fortemente dal sistema di norme condivise e valori comuni, nel rispetto delle quali e dei quali i soggetti coinvolti nell'organizzazione sono indotti a tollerare gli sforzi necessari per proteggere l'impresa dai rischi.

La cultura del rischio determina l'approccio dei dipendenti verso il rischio, e le loro condotte finalizzate al suo eventuale fronteggiamento<sup>35</sup>.

Lo sviluppo di una cultura del rischio consente agli operatori dei vari livelli di prendere consapevolezza dei rischi; di comunicare reciprocamente le diverse informazioni acquisite a seguito della valutazione dei rischi; di contribuire all'efficienza e all'efficacia della gestione.

Lo sviluppo di una cultura del rischio dipende dalla filosofia della direzione dell'impresa, dall'integrità, dall'etica dei suoi dipendenti e dalla capacità di adattamento all'ambiente esterno.

La combinazione tra l'atteggiamento verso il rischio dei dipendenti, e l'orientamento dell'impresa sul controllo del rischio, determina la "matrice della cultura del rischio"<sup>36</sup>.

---

<sup>35</sup> Green, P. E. J., (2015), cap.13.

<sup>36</sup> Selleri, L., (2016), cap. 5.

In essa sono presenti due dimensioni: la prima identifica il grado di propensione/avversità al rischio; la seconda la limitatezza/ profondità del controllo. A seconda delle varie combinazioni tra queste quattro dimensioni è possibile identificare il tipo di cultura del rischio di un'impresa.

La combinazione, ad esempio, di una bassa propensione al rischio e di un controllo limitato, è possibile denominarla “esposizione al rischio non controllata”. Al contrario, in caso di alta propensione al rischio e basso controllo, la cultura sarà di “propensione al rischio”. Se è presente un alto controllo, ma una bassa propensione, si avrà “avversione al rischio”. Da ultimo, il tipo di cultura riconducibile all'alta propensione, unita ad un controllo approfondito, comporta una “esposizione al rischio controllata”<sup>37</sup>.

L'organizzazione alla base dei rischi puri, oltre che sulla cultura del rischio, si fonda anche sui principi che guidano le politiche di assunzione dei rischi, che rappresentano le linee guida da comunicare ad ogni responsabile dell'impresa.

Tali linee guida, si esprimono attraverso un linguaggio comune, in grado di identificare e descrivere correttamente i rischi d'impresa.

Il linguaggio comune è uno strumento imprescindibile, poiché permette di prendere consapevolezza dei rischi; di sviluppare una cultura del rischio; di creare un sistema di comunicazione che coinvolga tutti i livelli organizzativi.

Formulare e comunicare tali principi e controllarne il loro rispetto, è compito dell'alta direzione dell'impresa. Anche questa deve far propri i principi, e dimostrare di riconoscere la loro importanza. Ciò al fine di renderli accettabili e attuabili in ogni livello organizzativo. L'alta direzione, quindi, è chiamata a sviluppare un'etica aziendale, in grado di distinguere positivamente l'impresa da altre concorrenti.

## 1.8. Il *Pure Risk Management*.

La gestione dei rischi puri implica l'istituzione di una unità organizzativa, supportata dall'alta direzione e guidata dal *risk manager*.

Questa unità fornisce consulenze ai vari livelli organizzativi e definisce ed implementa i sistemi di gestione del rischio. Il ruolo primario in cui è coinvolta si sostanzia nella formulazione e nell'attuazione del processo di *risk management*, costituito da varie fasi<sup>38</sup>.

### 1.8.1. La sensibilizzazione.

L'attività di sensibilizzazione ai rischi, finalizzata a promuovere l'accettazione dei rischi puri da parte dei responsabili delle diverse aree dell'impresa, è la prima fase di questo processo.

L'opera di sensibilizzazione si realizza con interventi mirati a sviluppare in ogni dipendente un comportamento consapevole circa il rischio, evitando che tali iniziative vengano percepite come un'imposizione. In questo modo è possibile identificare una mappatura generica dei rischi, che possa essere gestita attraverso un sistema strutturato, in cui i soggetti di tutti i livelli organizzativi siano in grado di conoscere i rischi e di controllarli.

L'attitudine e la volontà dei dipendenti ad interiorizzare questo processo di sensibilizzazione, è sintomo di integrità, competenza e lungimiranza.

Rientra in questa fase anche la percezione del rischio, basata su valutazioni soggettive, sulla condizione della tecnica, sull'esperienza ed anche sulle sensazioni soggettive irrazionali. La percezione si realizza solo a condizione che l'impresa disponga di un sistema in grado di valutare la valenza anticipatrice dei rischi di circostanze che a primo impatto non sembrano tali.

L'analisi del rischio si conclude con successo solamente se nell'impresa, tra chi si assume i rischi assicurabili e chi ha avuto a che fare con tale questione, è stato raggiunto un certo livello di sensibilizzazione.

---

<sup>38</sup> Banks, E., (2004), p.130 ss.

### 1.8.2. L'individuazione.

Al fine di individuare i rischi puri, l'impresa si avvale della *risk analysis*, realizzata attraverso l'identificazione dei potenziali pericoli e delle possibili cause di innesco<sup>39</sup>.

Questo processo può basarsi su metodi deduttivi e/o induttivi.

I primi presumono che il sistema delle attività d'impresa non sia in grado di adempiere al suo ruolo di identificazione dei rischi ai quali è potenzialmente esposta. Gli strumenti più frequenti al fine di individuare i rischi attraverso tale metodo sono il "diagramma a flusso" e la "*fault tree analysis*"<sup>40</sup>.

Il primo analizza i flussi delle attività e individua le strozzature in cui si possono generare rischi<sup>41</sup>.

Il secondo esamina le possibili cause- effetti per determinare i fattori chiave, e le connessioni tra gli stessi, riconducibili alla loro complementazione "and" o alla loro indipendenza "or". Con questo metodo si procede retroattivamente dalle attività del livello più basso, verso livelli superiori<sup>42</sup>.

I metodi induttivi di analisi partono dal componente e giungono all'insieme, attraverso diverse tecniche. La più utilizzata è la HAZOP, che si avvale di una griglia di analisi per prevedere potenziali evoluzioni di specifiche unità di rischio, indicando cause, conseguenze e possibili azioni di controllo. Attraverso questa tecnica, si ricerca la funzione di ogni unità di rischio, e le eventuali deviazioni dalla struttura guida. Successivamente, si indaga sulle cause, sulle conseguenze e sulle azioni di controllo.

I documenti contabili ed extra-contabili dell'impresa, le interviste ai responsabili, le ispezioni, l'analisi di rischi simili e le statistiche dei sinistri, costituiscono fonti normative dell'identificazione dei rischi.

---

<sup>39</sup> Thomsen, T.N., Skaerbaek, O., (2018), pp..20-33.

<sup>40</sup> Lam, J., (2014), cap. 9.

<sup>41</sup> Hopkin, P., (2018), cap. 12.

<sup>42</sup> Chapman, R. J., (2012), p. 160 ss.

### 1.8.3. La valutazione.

Questa fase si sostanzia nella misurazione della frequenza dei sinistri e della portata dei danni prodotti da questi<sup>43</sup>.

Come precedentemente esposto, l'identificazione dei rischi si basa sul riconoscimento dei potenziali pericoli e ne ricerca la causa. Questa, quindi, costituisce la premessa della individuazione degli effetti. Il processo integrato di queste tre fasi è in grado di definire gli scenari di rischio, che si differenziano in base al tipo di pericolo e agli effetti. Questi ultimi possono essere patrimoniali, reddituali, personali.

Gli scenari di rischio si differenziano anche in base al danno che può prodursi, che può essere diretto o indiretto. Il primo si riferisce ad effetti immediati che si verificherebbero a causa del rischio; il secondo agli effetti che si possono produrre a seguito dei primi<sup>44</sup>.

Oltre a questi, infine, possono prodursi danni consequenziali, come il peggioramento della reputazione dell'impresa, la perdita di opportunità di espansione, o di quote di mercato<sup>45</sup>.

Le tecniche di misurazione dei rischi sono statistiche oppure discrezionali, basate su valutazioni soggettive e supportate da informazioni oggettive.

Le prime sono tecniche fondate sulla distribuzione delle probabilità dei rischi e dei costi dei sinistri, e rendono possibile la stima di alcune grandezze che esprimono i danni attesi. Tra queste, la MPPA, cioè la massima perdita probabile annuale, che indica la massima perdita di una certa impresa in caso di realizzazione di un rischio di cui si conosce la distribuzione probabilistica delle perdite. Questa stima si ottiene attraverso un margine di confidenza predefinito.

Il metodo di Montecarlo garantisce la stima di perdite causate da un certo rischio, attraverso la costruzione della distribuzione probabilistica delle perdite potenziali.

A seguito della determinazione della distribuzione delle frequenze di rischio e delle perdite possibili causate dalla sua realizzazione, si effettuano una serie di ripetizioni scegliendo causalmente varie combinazioni tra frequenza e perdita probabile.

---

<sup>43</sup> Hopkin, P., (2018), cap.12.

<sup>44</sup> Selleri, L., (2014), cap.5.

<sup>45</sup> Chapman, R. J., (2012), p. 199 ss.

La distribuzione probabilistica ottenuta costituisce il presupposto per individuare qualsiasi livello di MPPA, riferendosi alla distribuzione delle probabilità cumulate. L'estremo superiore di ciascuna classe della distribuzione, indica la MPPA alla quale è esposta l'impresa con la probabilità riferita alla cumulata della classe.

Passando alle tecniche di valutazione discrezionale, è necessario sottolineare che queste utilizzano valutazioni soggettive della frequenza di realizzazione del rischio e della gravità del danno eventualmente prodotto<sup>46</sup>.

La scala di valutazione della frequenza prevede generalmente vari livelli: improbabile, possibile, probabile, quasi certo. Per quanto riguarda la gravità, la scala identifica una perdita possibile come: bassa, media, grande, catastrofica<sup>47</sup>.

Frequente nella tecnica di valutazione discrezionale è il metodo di Friedlander, che prevede vari livelli di valutazione:

- *Normal Expectancy Loss* (NEP), identifica la gravità del rischio quando al suo verificarsi possano attivarsi tutti i mezzi di protezione sia interni che esterni.
- *Maximum Probable Loss* (MPL), identifica la gravità del rischio quando al suo verificarsi possano attivarsi solamente alcuni mezzi di protezione interni e tutti quelli esterni.
- *Maximum Foreseeable Loss* (MFL), identifica la gravità del rischio quando al suo verificarsi possano attivarsi solamente i mezzi di protezione esterni.
- *Maximum Possible Loss*, identifica la gravità del rischio quando al suo verificarsi non possano attivarsi nessun mezzo di protezione.

In base ai risultati ottenuti dall'individuazione e dalla valutazione dei rischi, si costituisce una mappa dei rischi di una specifica impresa.

---

<sup>46</sup> Chapman, R. J., (2012), p. 226 ss.

<sup>47</sup> Lam, J., (2014), cap. 9.

#### 1.8.4. La riduzione.

La riduzione dei rischi viene attuata attraverso la prevenzione, cioè tramite azioni funzionali a ridurre la possibilità che si verifichi un rischio, e la protezione, cioè tramite azioni funzionali a ridurre la gravità del danno potenzialmente generato.

Nelle imprese viene costituita una “matrice prevenzione-riduzione rischi”, in cui in corrispondenza dei vari tipi di interventi, si descrivono quelli attivati e le riduzioni di danni attese, in relazione ai diversi rischi.

Tali interventi comportano dei costi che concorrono nella determinazione del costo dei rischi<sup>48</sup>. Quando non viene attuato alcun intervento di protezione, il costo dei rischi sarà la massima perdita probabile annuale (MPPA). Al contrario, se sostiene costi di prevenzione finalizzate a ridurre il costo totale dei rischi, e quindi un valore minore di danni.

La “mappa dei rischi” d’impresa deve essere esaminata attentamente, tenendo in considerazione le cause che determinano i rischi di più alta frequenza e gravità, e si deve stabilire l’intervento di prevenzione, esaminare il beneficio, identificarne la priorità e il costo<sup>49</sup>.

A seguito delle azioni volte a ridurre il rischio, l’impresa identifica il “rischio residuo”, che deve essere “trattato”. A questo si giunge in modo graduale valutando i *trade-off* costi- benefici di più programmi di prevenzione, al fine di ottenere la definizione di “*trade-off* ottimale” tra il grado di controllo e il costo dei rischi.

Il livello di rischio residuo non è però definitivo, poiché può essere messo in discussione durante il trattamento dello stesso. A seguito di diversi livelli di costi di riduzione si possono conseguire differenti economie nei costi di trattamento.

---

<sup>48</sup> Banks, E., (2004), p.42 ss.

<sup>49</sup> Pompella, M., Boido, C., (2014), p. 41 ss.

#### 1.8.5. Il trattamento.

A seguito dell'analisi delle diverse alternative di riduzione dei rischi puri e dell'individuazione di quella più conveniente, alla quale corrisponde il livello di "rischio residuo" considerato accettabile, l'impresa deve stabilire come trattare questo rischio<sup>50</sup>.

Le due soluzioni sono "l'assunzione in proprio" e il "trasferimento" dei rischi. In questa sede è necessario distinguere i rischi trasferibili da quelli non trasferibili. Per quest'ultimi l'assunzione diretta è l'unica scelta possibile, o perché il costo di trasferimento è troppo alto, o perché manca l'offerta di copertura sul mercato.

I rischi trasferibili invece possono essere ritenuti, e quindi assunti direttamente, o trasferiti. La scelta si basa sul confronto del rapporto beneficio/costo dell'assunzione in proprio del rischio, e del suo trasferimento<sup>51</sup>.

Se il trasferimento implica annualmente un costo maggiore della MPPA, l'impresa preferirà assumere in proprio il rischio. Questo si verifica tendenzialmente per i piccoli rischi. Al contrario per la situazione opposta. L'analisi delle due alternative è più complessa, dato che l'assunzione del rischio, in aggiunta al mancato sostentamento del prezzo per trasferirlo, consente all'impresa di usufruire delle risorse finanziarie che corrispondono a tale costo, e di guadagnare a seguito dell'impiego delle stesse nell'attività produttiva. Considerati questi vantaggi, è importante valutare i problemi di finanziamento dei sinistri nel caso in cui si verificano, i costi di acquisizione delle risorse finanziarie, e i tempi funzionali ad ottenere la disponibilità delle stesse.

Al contrario, il trasferimento del rischio per mezzo dell'assicurazione, libera l'impresa da eventuali problemi finanziari, grazie al costo sopportato per il pagamento del premio.

---

<sup>50</sup> Thomsen, T.N., Skaerbaek, O., (2018), pp. 20-33.

<sup>51</sup> Pompella, M., Boido, C., (2014), p. 41 ss.

#### 1.8.6. Rapporto tra assicurazione e ritenzione.

Nella fase di trattamento dei rischi, è necessario definire la combinazione migliore tra ritenzione e trasferimento. La risposta va ricercata nella minimizzazione del costo del rischio, considerato come la somma di costi potenziali ed effettivi del rischio di riferimento. In mancanza di azioni di diminuzione e trasferimento, il costo del rischio è pari a MPPA, la massima perdita probabile annuale. Al contrario, sarà pari ai costi di prevenzione e protezione, e i costi di assicurazione, se tutto il rischio residuo viene accollato a terzi. Se viene cessata una parte del rischio residuo invece, il suo costo si riferisce alla somma dei costi di riduzione, del premio assicurativo e della MPPA che rimane, ossia la MPPA corretta. All'aumentare della ritenzione, i costi di riduzione e di ritenzione dei rischi crescono proporzionalmente, mentre quello dell'assicurazione si riduce in modo più che proporzionale. Per questo motivo è possibile ritrovare un "livello di ritenzione ottimale", in cui il costo della riduzione e della ritenzione è uguale al costo dell'assicurazione, e il costo totale del rischio si rivela essere minimo.

Nell'analizzare l'attività di gestione dei rischi, bisogna considerare il fatto che nella realtà d'impresa possono verificarsi molteplici rischi idonei a gravare sulla direzione. Ciò comporta un aggravamento delle decisioni che riguardano la loro amministrazione, dato che questi non sono indipendenti tra loro. Nello stabilire il livello di ritenzione ottimale quindi, si devono valutare i rapporti che intercorrono tra loro<sup>52</sup>. In relazione ai vari livelli di ritenzione, bisogna considerare le discrasie temporali che possono verificarsi. È infatti difficile che rischi aventi natura diversa possano prodursi contemporaneamente. La valutazione del livello ottimale, inoltre, si basa anche sul volume delle risorse finanziarie che l'impresa può spendere per coprire i costi dei sinistri.

---

<sup>52</sup> Green, P. E. J., (2015), cap. 12.

## 1.9. Il ruolo dell'assicurazione nella gestione dei rischi.

Una funzione di particolare rilievo nell'attività di gestione dei rischi è ricoperta dall'assicurazione. Le due questioni di fondo concernono l'opportunità di trasferire a terzi i rischi e la necessaria identificazione di quest'ultimi.

Le aspettative degli azionisti rappresentano un riferimento importante. Chi conferisce il capitale è consapevole che l'investimento comporta un rischio che dipende dalle variazioni di redditività dell'impresa. Allo *stakeholder*, tuttavia, non interessa quale sia la causa della volatilità del rendimento, in quanto la conseguenza è sempre diminuzione del profitto e/o del valore del titolo.

L'investitore si aspetta infatti un rendimento proporzionato al rischio considerato in base alle informazioni conosciute. L'azionista esamina la produttività delle azioni non tanto sulla base del rischio globale, ma piuttosto di quello sistematico, cioè quello che non è possibile eliminare attraverso la diversificazione<sup>53</sup>.

Quest'ultima viene realizzata attraverso l'adattamento a soluzioni assicurative *ad hoc*, oppure dall'azionista stesso, grazie all'acquisto di azioni di diverse società.

Per gli *stakeholder* risulta conveniente che l'impresa accoli parte dei rischi ad un'impresa assicurativa. Ciò consente di diminuire il rischio d'insolvenza dell'impresa e i costi scaturiti dal suo verificarsi. Attraverso la riduzione della possibilità di insolvenza, sale il rendimento delle azioni.

Secondariamente, l'impresa si garantisce un ricavo futuro certo. Se si verifica il rischio assicurato infatti, può riversare sulla società assicurativa i costi per ripristinare i beni persi o danneggiati, o i costi derivanti dal risarcimento di terzi. L'obiettivo, quindi, è quello di evitare l'impiego di fondi destinati all'attività di ricerca, o finalizzati ad investimenti prestabiliti, salvaguardando ricavi e risultati economici futuri. Quando si verifica un sinistro, se il rischio è assicurato, l'impresa evita di spendere i propri mezzi o di ricorrere ai mercati per finanziare la realizzazione delle operazioni pianificate.

L'autofinanziamento generalmente risulta più adeguato a quello esterno ed eventuali sinistri causati da rischi non assicurati potrebbero causare l'annullamento o la riduzione dell'autofinanziamento, costringendo la società a ricorrere ai

---

<sup>53</sup> Selleri, L., (2014), cap.5.

finanziamenti esteri. Data l'ingente volatilità dei risultati economici che scaturiscono da sinistri di notevoli dimensioni, i finanziamenti esterni avrebbero un costo nettamente più elevato.

Ricorrere all'assicurazione, infine, viene considerato dagli azionisti una gestione consapevole e responsabile del rischio, perché si aspettano che i dirigenti ne abbiano esaminato la convenienza, in relazione alla redditività dell'impresa.

I sistemi di retribuzione del management vengono in parte influenzati dal ricorso all'assicurazione.

Quando la retribuzione dei manager è costituita da azioni della società, questi tendono a gestire il rischio accollandolo all'assicurazione, anche perché per loro è maggiormente complessa la diversificazione del portafoglio rispetto ad altri investitori. Gli amministratori che partecipano agli *stock option*, fanno meno uso delle assicurazioni, poiché l'elevata volatilità delle azioni permette loro di ottenere plusvalenze sulle azioni recepite a titolo retributivo<sup>54</sup>.

È importante sottolineare anche che le assicurazioni, come accennato in un precedente paragrafo, prestano consulenza in materia di gestione e liquidazione dei sinistri, protezione e prevenzione del rischio.

Il trasferimento del rischio, comportando la riduzione dei costi frutto dei danni, consente all'impresa di investire parte del capitale in progetti redditizi, consentendo la creazione di valore.

La possibilità di assumere in proprio i rischi è connessa alla disponibilità dei mezzi per far fronte ai costi e ne deve essere considerata la convenienza, analizzando il costo dell'assicurazione con il costo del capitale.

Sulla base di queste analisi comparative, è necessario calcolare che all'aumento dei rischi trasferiti, può mutare anche il costo del capitale, oltre a quello di trasferimento del rischio. È quindi necessario giudicare l'opportunità di trasferimento dei rischi alla luce di un contesto dinamico e in un'ottica prospettica<sup>55</sup>.

Nell'attività di individuazione dei rischi da assicurare, bisogna considerare la distinzione tra quelli legati alle particolari competenze dell'impresa, e quelli connessi all'attività della stessa, che non condizionano direttamente il vantaggio

---

<sup>54</sup> Selleri, L., (2014), cap. 1.

<sup>55</sup> Pompella, M., Boido, C., (2014), p. 41 ss.

competitivo, a differenza dei primi. Quest'ultimi, infatti, non sono trasferibili, essendo associati all'impresa.

I secondi invece possono essere accollati a terzi, consentendo all'impresa di liberare il capitale destinato al loro controllo e di investirlo in attività che permettono di accrescere il loro vantaggio competitivo e la produzione di valore.

I rischi legati alle attività di competenza dell'impresa devono comunque essere fronteggiati, attraverso elaborazione di strategie. I rischi trasferibili invece devono essere esaminati alla luce delle relazioni che sussistono tra gli stessi. La gestione globale implica l'analisi di un insieme di rischi, e non dei singoli.

È necessario considerare la frequenza e l'impatto al fine di valutare la convenienza economica del loro trasferimento. Ciò solo a seguito dell'elaborazione di piani di protezione o prevenzione. In altre parole, l'indagine sull'opportunità di trasferire i rischi, deve riguardare rischi residui, cioè quelli che comunque è necessario fronteggiare una volta stabiliti i piani di protezione<sup>56</sup>.

Decidendo il cedimento dei rischi, bisogna tener conto delle relazioni tra i diversi tipi di rischi omogenei. Questo al fine di ottenere compensazioni interne all'impresa idonei a diminuire l'impatto totale dei rischi sull'economia.

Questa considerazione consente di sottolineare che la gestione integrata, affinché sia efficace ed efficiente, deve basarsi sulla teoria del portafoglio, per la quale la volatilità dell'intero portafoglio è minore rispetto alla somma di quelle dei rischi individuali. Prendendo atto della diversità di correlazione tra i singoli rischi, l'impresa ottiene un guadagno dalla diversificazione del suo portafoglio di rischi. Nella determinazione del grado di ritenzione dei rischi più favorevole è necessario contemplare esplicitamente il legame tra i rischi individuali; questo risulterà profittabile per determinare la misura nella quale sarà vantaggioso trasferire i rischi all'impresa assicurativa.

---

<sup>56</sup> Selleri, L., (2014), cap. 1.

#### 1.10. Il rischio di azioni di responsabilità contro amministratori, sindaci e dirigenti.

Tra i rischi puri, come già in precedenza accennato, rientrano a pieno titolo quelli che si producono in conseguenza all'attività d'impresa.

Negli ultimi anni l'importanza dei rischi di responsabilità degli amministratori delle società è aumentata notevolmente. I rischi in questione sono disciplinati sia nel Codice civile, sia nel T.U.F, sia nella legge sull'amministrazione straordinaria delle società in crisi, sia nella legge fallimentare.

La riforma del diritto societario ha identificato più chiaramente tali rischi, introducendo un maggior grado di diligenza degli amministratori<sup>57</sup>. Non è più prevista infatti la diligenza del buon padre di famiglia e del mandatario, ma quella prevista dalla natura dell'incarico e dalle specifiche competenze. Viene considerata inoltre la responsabilità solidale degli amministratori nel caso in cui questi non si siano adoperati per evitare il fatto pregiudiziale o limitarne le conseguenze dannose. L'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori deve essere esercitata dai soci che costituiscono il 20% del capitale sociale, o il 5% per le società quotate. Nel sistema dualistico, disciplinato dall' art. 2409 *octies* c.c., costituito da un consiglio di gestione e un consiglio di sorveglianza, l'azione può esser fatta valere verso i membri del consiglio di gestione, dal consiglio di sorveglianza e dai soci di minoranza<sup>58</sup>.

Nel sistema monistico invece, regolato dall'art 2409 *sexiesdecies* c.c. composto da un consiglio di amministrazione e dal comitato di controllo di gestione, l'azione di responsabilità può essere esercitata dal comitato e dai soci minoritari.

I vari rischi di responsabilità sono indicati del Codice civile, tra i quali è possibile ritrovare il rischio connesso al divieto di compiere nuove operazioni nell'eventualità in cui si verifichi una perdita di gestione che porti il capitale sociale sotto il minimo previsto dalla legge.

---

<sup>57</sup> L'Art. 2392 c.c. dispone "Gli amministratori devono adempiere i doveri ad essi importi dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze."

<sup>58</sup> Conforti, C., (2012), p. 1040 ss.

Gli art. 2423-2425 c.c. disciplinano invece la responsabilità connessa all'obbligo del consiglio di amministrazione o del consiglio di gestione di redigere il bilancio d'esercizio, a seconda del modello di organizzazione scelto.

Ulteriori responsabilità sono previste con riferimento al divieto di esercitare attività concorrente, a inosservanze dello statuto, o derivanti da imprudenza, negligenza, dichiarazioni inesatte che comportano una "*malagestio*".

A norma del Codice civile e delle leggi speciali, i terzi che possono proporre azione di responsabilità sono:

- la Società (azione sociale di responsabilità verso i membri degli organi sociali);
- gli Azionisti (singoli gruppi, fondi comuni di investimento);
- il Consiglio di sorveglianza;
- i Soci di minoranza rappresentati il 20% del capitale, o il 5% per le società quotate;
- i Creditori sociali (fornitori, banche);
- i Terzi in generale (organi della P.A., clienti);
- il Curatore fallimentare;
- il Commissario straordinario (legge Prodi);
- i Dipendenti;

Il Codice menziona anche la responsabilità degli amministratori sotto il profilo penale negli articoli dal 2621 al 2638, in cui sono identificati tutti i tipi di reato in cui è possibile incorrere<sup>59</sup>.

1.11. La risposta assicurativa alla gestione del rischio di responsabilità: la polizza D&O.

I rischi finora esaminati si configurano come rischi di responsabilità illimitata, dato che la dirigenza aziendale è chiamata a rispondere dei danni con l'intero patrimonio. L'attività di gestione di questi rischi implica per prima cosa l'individuazione e la comunicazione a tutti gli organi organizzativi della società di un codice etico, nonché la programmazione e l'implementazione di un sistema di controllo interno in grado di garantire il rispetto delle condotte degli amministratori, direttori e sindaci, a principi di diligenza, prudenza e perizia, coerenti con la natura

---

<sup>59</sup> Conforti, C., (2012), p. 1040 ss.

dell'incarico e con le specifiche competenze, al fine di evitare il verificarsi di tali rischi.

Nel caso in cui tuttavia venga meno il rispetto di questi principi, o avvenga in modo inadeguato, il fronteggiamento potrà sostanziarsi nel trasferimento dei rischi in oggetto a società assicurative.

Il prodotto in grado di rispondere alla necessaria copertura dei rischi di responsabilità civile è la polizza D&O (*Directors and Officers*)<sup>60</sup>.

Ricorrere a tale prodotto si rivela essere particolarmente vantaggioso per i vertici aziendali poiché copre il patrimonio personale degli assicurati, tutelandoli anche in caso di insolvenza della società. Questo strumento inoltre costituisce una garanzia per gli eredi da possibili azioni risarcitorie anche in caso di morte<sup>61</sup>.

La polizza D&O contratta dalla società a favore dei propri dirigenti, si rivela vantaggiosa anche per la stessa, poiché in caso di azione propria verso i suoi amministratori, viene garantito un alto grado di solvibilità di quest'ultimi<sup>62</sup>.

Il soggetto che stipula il contratto, come appena sottolineato, è la società. Gli assicurati invece sono i membri passati, presenti, e futuri del consiglio di sorveglianza, di amministrazione, di gestione, del comitato controllo gestione e del collegio sindacale.

Oggetto della copertura assicurativa sono i danni provocati da tali organi a causa di comportamenti di cui sono responsabili in relazione alle norme sopra citate.

Nello specifico, i danni connessi alla responsabilità civile si sostanziano in perdite pecuniarie subite da terzi, a causa di condotte illecite colpose poste in essere dall'assicurato durante l'esercizio delle proprie funzioni<sup>63</sup>.

La polizza D&O non trova applicazione in caso di lesioni personali, dolo, danni da inquinamento, danni materiali, sanzioni, multe ecc.

Sono previste alcune estensioni connesse a richieste di risarcimento di azionisti o terzi verso la società emittente, a causa di condotte illecite connesse alla vendita, all'acquisto o all'offerta di titoli. La richiesta di risarcimento proposta da dipendenti, ex-dipendenti, amministratori nei riguardi della società per cause come

---

<sup>60</sup> Alles, M., Datar, S., Friedland, J., (2006), pp. 84-98.

<sup>61</sup> Gambino, A., Santosuosso, D.U., Delli Priscoli, L., Di Brina, L., Russo, C. & Priscoli, L.D., (2006), p.129 ss.

<sup>62</sup> Gambino, A., Santosuosso, D.U., (2014), p. 131 ss.

<sup>63</sup> Selleri, L., (2014), cap. 9.

illecita preclusione di opportunità di carriera, colpevole omissione di promozione, mobbing, illecito provvedimento disciplinare, costituisce un'altra particolare estensione.

Il regime a cui è assoggettata tale polizza è il *claims made*, con il quale viene garantita la possibilità di richiedere il risarcimento durante il periodo di validità della polizza, se previsto integrando il c.d. “*discovery period*” e il “periodo di retroattività”<sup>64</sup>. Se il contratto, quindi, stabilisce un periodo di retroattività, i sinistri risarcibili sono connessi a danni che conseguono responsabilità per un periodo antecedente la validità della polizza. Se nella polizza è incluso il *discovery period*, la società assicurativa deve risarcire anche i danni che sono stati identificati in un periodo successivo definito nella polizza<sup>65</sup>. Il premio ovviamente è strettamente connesso all'ampiezza del periodo di tempo al quale si riferiscono le domande di risarcimento<sup>66</sup>.

L'impresa di assicurazione deve richiedere insieme all'ultimo bilancio della società, tutte le informazioni funzionali alla valutazione del rischio; ciò al fine di definire il premio al quale erogare la copertura richiesta.

La polizza non ricopre i rischi di responsabilità penale degli amministratori, dei sindaci e dei direttori generali, data la loro natura personale.

La società può però attivarsi anche in questa direzione, avvalendosi dell'autoregolamentazione – codice etico e sistema di controllo interno – e dallo sviluppo di una cultura aziendale volta a sensibilizzare amministratori manager e dipendenti verso valori di legalità, in modo da allontanare potenziali minacce connesse a illeciti societari.

#### 1.12. Le polizze D&O come strumento di *governance* societaria.

Nell'attuale assetto normativo le polizze D&O rappresentano uno strumento di *corporate governance* capace di migliorare i comportamenti degli amministratori nella gestione dell'impresa e nell'organizzazione degli assetti societari<sup>67</sup>.

---

<sup>64</sup> Tina, A., (2008), p. 374 ss.

<sup>65</sup> Regoli, D., (2009), p. 55 ss.

<sup>66</sup> Gambino, A., Santosuosso, D.U., (2014), p. 131 ss.

<sup>67</sup> Tombari, U., (1999), p. 180 ss.

Alcuni studi empirici sul mercato assicurativo statunitense hanno sottolineato che il controllo degli assicuratori riguarda, nella maggior parte dei casi, la fase precedente la stipula della polizza, limitandosi all'identificazione del grado di rischio assicurato, e di conseguenza del premio da far pagare alla società contraente. Il controllo viene invece sostanzialmente omesso durante il periodo di efficacia della polizza<sup>68</sup>.

Attraverso una corretta definizione iniziale del premio assicurativo che tenga adeguatamente in considerazione il livello di rischio-responsabilità assicurato, le polizze offrono un indice importante circa la qualità della *corporate governance*, e di *business risk* della società. Ciò vale soprattutto per quegli ordinamenti che richiedono un'adeguata informativa ai terzi circa l'eventualità di acquistare una polizza D&O da parte della società, o sul contenuto della stessa<sup>69</sup>.

In tal senso, per quanto concerne le società quotate, il combinato disposto dell'art. 78 del regolamento Emittenti e dell'Allegato 3c, schema 1 del medesimo regolamento Consob, prevede un obbligo di pubblicità verso il mercato.

Il primo, infatti stabilisce che “nelle note al bilancio, nominativamente e secondo i criteri stabiliti nell'Allegato 3C, siano indicati i compensi corrisposti ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai direttori generali, a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma, anche da società controllate”; l'Allegato, a sua volta, stabilisce che nella “colonna benefici non monetari devono essere indicati i fringe benefits, comprese le eventuali polizze assicurative”.

Teoricamente le imprese assicurative avrebbero gli strumenti giuridici ed anche l'interesse economico a compiere dei controlli anche durante il *policy period*<sup>70</sup>.

Gli artt. 1897 e 1898 c.c. infatti legittimano le compagnie di assicurazione a chiedere alla società una serie di informazioni circa la *governance* dell'impresa, al fine di monitorare con costanza il rischio assicurato<sup>71</sup>.

Queste potrebbero, alla luce di suddette informazioni, indurre gli amministratori delle società ad apportare miglioramenti alla qualità del governo d'impresa, subordinando sconti sul premio, o il rinnovo della polizza, a modifiche degli assetti

---

<sup>69</sup> Regoli, D., (2009), p. 55 ss.

<sup>70</sup> Tombari, U., (1999), p. 180 ss.

<sup>71</sup> Gambino, A., Santosuosso, D.U., Delli Priscoli, L., Di Brina, L., Russo, C. & Priscoli, L.D. (2006), p.129 ss.

organizzativi, o all'adozione di precise *governance practices* che sarebbero in grado di ridurre la probabilità di imputazioni di responsabilità a carico degli amministratori.

Al contrario, se vengono riscontrate delle inadeguatezze circa gli assetti societari, una scarsa qualità della *governance* e condotte negligenti degli amministratori, le compagnie di assicurazione potrebbero aumentare il premio e, in caso di aggravamento del rischio, recedere dal contratto di assicurazione<sup>72</sup>.

Le imprese assicurative, quindi, avrebbero un incentivo economico ad utilizzare tali strumenti e a ricoprire il ruolo di *corporate monitors*. Nel caso in cui la loro valutazione dovesse considerarsi insoddisfacente, infatti, subirebbero una perdita patrimoniale diretta, essendo obbligati a mantenere indenni gli assicurati dalle perdite causate da azioni di responsabilità.

Questo rischio dovrebbe incentivare le compagnie assicurative ad investire più capitale per il monitoraggio dell'amministrazione societaria, durante tutto il periodo di vigenza della polizza.

Il potenziamento del controllo svolto, seppur nel totale rispetto dell'autonomia gestionale della società e dei suoi dirigenti, incentiverebbe l'adozione di comportamenti gestori corretti e virtuosi; ciò tanto più se venissero istituiti obblighi di informativa circa i premi assicurativi pagati dalla società, ai terzi, così da fornire loro, ed al mercato, un indicatore significativo della qualità della *governance*.

---

<sup>72</sup> Gambino, A., Santosuosso, D.U., Delli Priscoli, L., Di Brina, L., Russo, C. & Priscoli, L.D. (2006), p.129 ss.

## ***Capitolo 2:***

### ***Il Litigation Funding:***

#### ***gli effetti nel mercato delle polizze D&O e le ragioni del suo sviluppo***

2.1. Questioni globali che hanno concorso ad aumentare i rischi di responsabilità dei dirigenti aziendali.

Il mutamento del contesto sociale e del quadro normativo, e l'evoluzione del sistema economico, sono solo alcuni dei numerosi cambiamenti culturali che hanno concorso ad accrescere le responsabilità di amministratori, sindaci e direttori.

Negli anni 90' in tutto il mondo si è sviluppata la *corporate governance* delle imprese, fondata su principi di trasparenza, correttezza e tutela degli azionisti di minoranza. Al livello normativo si è infatti affermata una tendenza comune del legislatore a definire una serie di obblighi puntuali dei vertici delle società<sup>73</sup>.

Si sono anche diffusi numerosi cambiamenti in campo economico, nello sviluppo della globalizzazione, che hanno visto accrescere le operazioni di acquisizione e di fusione di società. Diverse indagini hanno dimostrato il contributo che queste operazioni di finanza straordinaria hanno apportato all'accrescimento di azioni di responsabilità nei riguardi di amministratori sindaci e dirigenti delle società fuse o acquisite.

Un'altra conseguenza della globalizzazione è certamente la tendenza a ricorrere ai mercati finanziari per raccogliere capitale, soprattutto a partire dagli anni 90. È necessario considerare infatti che il costante ricorso alla quotazione delle azioni alle borse statunitensi, soprattutto allo *Stock Exchange* di New York, ha contribuito ad aumentare i rischi degli amministratori, dato che le leggi americane sono

---

<sup>73</sup> Alles, M., Datar, S., Friedland, J. (2006), p. 84-98.

particolarmente attente alla protezione degli investitori. Tale aspetto è stato ulteriormente rafforzato con il *Sarbanes-Oxley Act*<sup>74</sup>

Suddetto risultato deriva anche dalla particolare inclinazione degli americani alle azioni legali, supportate dalla prassi “*no win- no fees*” adottata nella classe forense negli U.S.A.

Un altro fattore che ha accresciuto questi rischi è indubbiamente lo sviluppo della propensione dei fondi pensione americani a investire in azioni di società europee. Il Ministero del lavoro statunitense ha infatti emanato un regolamento per cui tali fondi devono esercitare il diritto di voto nelle assemblee dei soci convocate all'estero; ciò spesso si traduce in azioni di responsabilità nei confronti degli organi societari. Gli amministratori dei fondi basano le loro condotte su una cultura che consente il ricorso a qualsiasi mezzo pur di proteggere il proprio investimento.

All'aumento dei rischi di responsabilità hanno contribuito anche fattori culturali, che hanno causato la diffusione di controversie in materia di lavoro “*Empoyment Practices Liability*”. Una condotta può essere considerata accettabile in un paese, mentre può costituire oggetto di un'azione legale in un altro.

## 2.2. I nuovi rischi per gli amministratori e i dirigenti: il rapporto di *Allianz Global Corporate & Speciality*.

Come già indicato, negli ultimi anni i rischi a cui sono esposti amministratori e dirigenti sono aumentati notevolmente. La gestione aziendale, di conseguenza, è sempre più rilevante per le società.

Un rapporto di Allianz Global Corporate & Speciality (AGCS) ha individuato quelle che sono le grandi tendenze che avranno forti implicazioni per i senior manager dal 2020.

La ricerca “*Directors And Officers Insurance Insights 2020*” ha esaminato cinque rischi da considerare nel prossimo futuro: *bad news*, sostenibilità ambientale, rischio di insolvenza, *class action e litigation funding*.

---

<sup>74</sup> Selleri, L., (2014), cap. 9.

Se una volta solo i manager delle grandi aziende quotate dovevano preoccuparsi delle controversie che avrebbero potuto coinvolgerli personalmente, oggi nessun amministratore può evitare potenziali conseguenze delle azioni di cui è responsabile.

Il mercato assicurativo è in evoluzione, anche a causa di un aumento crescente di sinistri. I premi raccolti dalle polizze D&O si aggirano intorno ai 15 miliardi di dollari l'anno, ma negli anni la loro redditività ha risentito della concorrenza crescente e dell'aumento delle cause legali, sia in termini di gravità che di concorrenza.

I contenziosi che coinvolgono i manager sono generalmente “*event-driven*”, cioè causati da un evento dannoso determinato<sup>75</sup> che può essere di diversa natura (disastri ambientali, o causati dall'errore umano, attacchi informatici ecc..).

Le domande di risarcimento contro amministratori e dirigenti sono aumentate, *in primis*, a causa delle “*bad news*”, non necessariamente legate a risultati finanziari.

Le notizie in questione si riferiscono a problemi connessi a prodotti, disastri ambientali o causati da errore umano, attacchi informatici e corruzione. Tali rischi incidono negativamente sui titoli e comportano l'aumento di richieste di risarcimento da parte degli azionisti.

Analizzando i 100 principali casi di frode che riguardano strumenti finanziari negli USA, il 59% è legato alla diffusione di *bad news*<sup>76</sup>. La probabilità che una società per azioni venga citata in giudizio in una *class action* è aumentata notevolmente: dal 3.5% nel 2014 all'8.5% nel primo semestre del 2018<sup>77</sup>.

Le *news* che comportano maggiori problemi riguardano gli incidenti informatici.

Le società sono consapevoli della sofisticatezza degli attacchi informatici, ma a volte tendono a sottovalutarne l'impatto. La regolamentazione sta diventando sempre più severa, e di conseguenza anche le sanzioni.

La sicurezza informatica oggi comporta significativi vantaggi competitivi.

È probabile che l'esposizione dei dirigenti cresca ulteriormente a causa della dipendenza dalla tecnologia di molti settori. Le aziende fanno sempre più affidamento su di essa, oltre che su dati e algoritmi che possono essere manipolati

---

<sup>75</sup> Allianz Global Corporate & Specialty, (2020), p. 2 ss.

<sup>76</sup> Reiser, J.G, Toll, S.J., (2019).

<sup>77</sup> Dailey, J.A., Marder, N. R., Akin Gump Strauss Hauer & Feld LLP (2018), pp. 2-3.

o danneggiati. Qualsiasi evento che riguarda la sicurezza informatica e che abbia un impatto significativo sulla reputazione e sul valore delle azioni, può tradursi in un'azione legale degli *stakeholder*<sup>78</sup>.

AGCS ha registrato numerose *class action*, indagini da parte di autorità regolamentari e multe, in particolare a seguito dell'entrata in vigore del Regolamento generale dell'UE sulla protezione dei dati (GDPR).

Si prevede un'accelerazione, in quanto negli ultimi due anni sono cresciuti gli obblighi di tutela della privacy e dei dati trattati degli operatori aziendali. La violazione della disciplina europea può comportare conseguenze economiche importanti ai responsabili del trattamento dei dati. La mancata o insufficiente protezione dei dati è spesso sottovalutata, anche se dovrebbe preoccupare più delle gravi sanzioni economiche.

Il Garante ha la facoltà di prescrivere limitazioni o divieti dei trattamenti, e di interrompere flussi di dati verso un paese straniero o un'organizzazione internazionale. In numerose imprese, il trattamento dei dati costituisce il *core business*, ed interventi come questo possono comportare un completo blocco operativo.

I responsabili rischiano ricorsi a tappeto, in quanto un provvedimento del Garante li coinvolge in sede civile e favorisce il ricorso in giudizio degli interessati per ottenere il risarcimento dei danni.

La responsabilità penale è un altro fattore spesso trascurato e che può comportare alcune sanzioni penali. Oltre ai reati che riguardano il "Trattamento illecito dei dati" e "La comunicazione e la diffusione illecita di dati personali oggetto di trattamento su larga scala", di cui agli artt. 167 e 167-bis, è prevista la reclusione per coloro che dichiarino il falso, producano documenti falsi o intenzionalmente cagionino l'interruzione o la turbativa di procedimenti e accertamenti da parte del Garante.

Un'altra fonte di pericolo è rappresentata dall'art.170, che prevede la pena della reclusione per tutti coloro che non si attengono ad un provvedimento che prevede la limitazione del trattamento.

---

<sup>78</sup> Allianz Global Corporate & Speciality, (2016), p.6 ss.

L'art. 171 infine, punisce le violazioni delle disposizioni che riguardano controlli a distanza e indagini sulle opinioni dei lavoratori<sup>79</sup>.

Un'altra categoria di rischi da tenere in considerazione è quella legata alla sostenibilità ambientale<sup>80</sup>. La mancata comunicazione dei rischi ambientali che riguardano le imprese comporterà sempre più controversie legali.

Numerose aziende non hanno ancora conformato le pratiche commerciali alle mutate condizioni climatiche. L'inadeguatezza ambientale, sociale e di *governance* (ESG) può comportare il crollo del valore del titolo. Danni legati alla sostenibilità sono emersi in almeno 28 paesi, e tre quarti di questi si sono verificati negli Stati Uniti<sup>81</sup>.

Lo sfruttamento umano nella catena di approvvigionamento è un altro fattore rilevante ai fini del ricorso a polizze D&O. Le questioni etiche risultano essere di particolare interesse per gli investitori attivisti, il cui numero di campagne negli Stati Uniti è aumentato di quasi il 6% su base annua nel 2018<sup>82</sup>.

Una cultura aziendale appropriata in tal senso, si rivela essere un ottimo meccanismo di gestione del rischio. I vertici aziendali saranno ritenuti sempre più responsabili della gestione delle questioni ESG, e perciò dovranno valutare l'impatto ambientale della *governance*, delle strategie, e del sistema della gestione del rischio d'impresa.

Un altro rischio considerato da Allianz riguarda l'aumento di casi di insolvenza, che possono comportare ricadute sempre più frequenti sugli amministratori.

I fallimenti sono aumentati di oltre il 10% nel 2018 rispetto al 2017<sup>83</sup>.

L'inadeguatezza del processo decisionale del management aziendale si traduce in richieste di risarcimento da parte degli azionisti. Secondo AGCS, si rivela essere necessaria una pianificazione del rischio per i consigli di amministrazione che

---

<sup>79</sup> D. Lgs. 30 Giugno 2003, n. 196. Codice in materia di protezione dei dati personali, integrato con le modifiche introdotte dal d. lgs. 10 agosto 2018, n. 101, recante “*Disposizioni per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 aprile 2016, relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati e che abroga la direttiva 95/46/CE (regolamento generale sulla protezione dei dati)*” (in G.U. 4 settembre 2018 n.205).

<sup>80</sup> Allianz Global Corporate & Specialty, (2020), p. 2 ss.

<sup>81</sup> Joana Setzer, J., Byrnes, R., (2019), p. 4 ss.

<sup>82</sup> Sawyer, M., Boehmke, L.S., Ludewig, N.R., Sullivan & Cromwell LLP, (2018).

<sup>83</sup> Lemerle, M., (2019).

comprenda la revisione della strategia valutaria, la pianificazione di fusioni e acquisizioni (M&A) e le decisioni sulla *supply chain*.

Al livello globale inoltre stanno aumentando le *class action* sugli strumenti finanziari, e con esse si sta evolvendo il contesto giuridico.

Queste permettono di agire a tutela di alcune situazioni soggettive, causate da condotte lesive, per accertare la responsabilità e richiedere il risarcimento del danno.

La recettività dei governi nei confronti delle *class action* è aumentata in tutto il mondo ed in particolare in Europa.

I casi archiviati negli Stati Uniti però, hanno raggiunto livelli record, con più di 400 archiviazioni nel 2017 e nel 2018, cioè quasi il doppio rispetto alla media del ventennio precedente<sup>84</sup>. Tutto ciò sta avendo impatti sulle aziende di tutto il mondo, che hanno titoli quotati negli Stati Uniti.

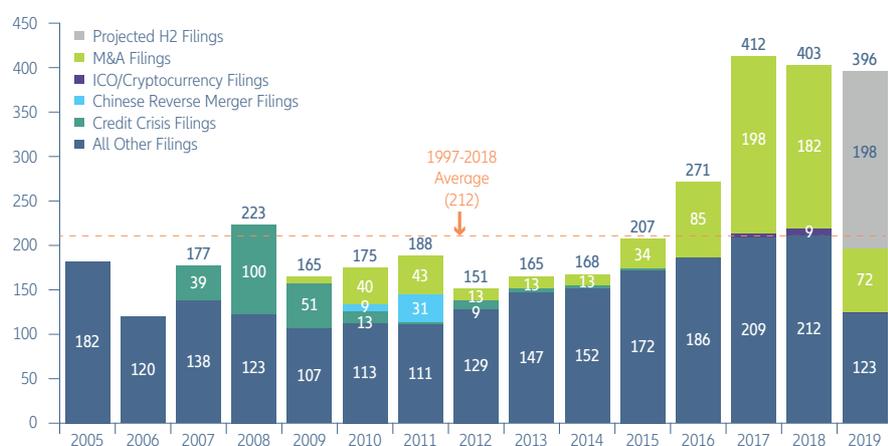
AGCS, collaborando con lo studio legale Clyde & Co, ha indicato nel rapporto una mappa dei rischi che valuta la probabilità che una società sia coinvolta in una *class action* sugli strumenti finanziari, considerando la diffusione del *litigation funding*, che sta incrementando tali azioni.

Stati Uniti, Canada e Australia ad esempio, hanno meccanismi legati alle *class action* più all'avanguardia. Si sta sviluppando tuttavia al livello globale, come in Germania, in Inghilterra, nel Galles e nei Paesi Bassi, un notevole aumento di questa attività.

---

<sup>84</sup> Stanford Law School, Cornerstone Research, (2019), p. 18 ss.

**Class Action Filings Index (CAF Index) Annual Number of Class Action Filings**  
2005-2019 H1



85

Il rischio di insolvenza e la crescita delle azioni di classe sono fonte di preoccupazione per i vertici aziendali, in quanto suddette tendenze sono alimentate dalla diffusione del *litigation funding*.

Si tratta di una classe di investimento che sta attirando in tutto il mondo investitori che ricercano rendimenti più alti e che hanno subito per anni bassi tassi di interesse. La disponibilità di risorse è un fattore importante per le procedure fallimentari pendenti in Italia. Il *litigation funding* abbatte le barriere d'ingresso che ostacolano le richieste di risarcimento.

Oggi molti finanziatori di controversie legali si sono spostati in Europa. Gli Stati Uniti coprono ancora il 40% del mercato, seguiti da Australia e Regno Unito<sup>86</sup>.

### 2.3. Il mercato assicurativo D&O.

Nonostante vengano raccolti circa 15 milioni di dollari di premi annualmente per le assicurazioni D&O, la redditività del settore è stata messa a dura prova negli ultimi anni da numerosi fattori, quali l'aumento della concorrenza, di cause legali, e l'incremento di sinistri in termini di frequenza e gravità. AGCS ha subito una crescita considerevole di sinistri negli ultimi anni.

<sup>85</sup> Stanford Law School, Cornerstone Research, (2019), p. 16 ss.

<sup>86</sup>Allianz Global Corporate & Specialty, (2020), p. 8 ss.

L'aumento di sinistri, associato ad aumenti di capitale e prezzi ridotti nel mercato D&O, ha comportato una diminuzione in termini di capacità. L'incremento del numero e delle dimensioni delle richieste ha compromesso la competitività sul mercato degli attori più piccoli. AGCS, per esempio, ha rilevato che molti sinistri notificati tra il 2012 e il 2015, si sono sviluppati solo negli ultimi anni al punto da poter essere realisticamente valutati dall'assicuratore. Vi è quindi un maggiore impatto dei sinistri rispetto agli anni precedenti.

Per quanto riguarda la gravità dei sinistri, i dati di mercato suggeriscono che l'ammontare delle presunte perdite subite dagli investitori che hanno promosso azioni collettive due anni fa, era il doppio rispetto all'anno precedente.

Nonostante l'aumento di frequenza e gravità di richieste di risarcimento, l'industria ha operato in un mercato debole per più di dieci anni, prima di subire un recente rafforzamento. Si stima che il settore assicurativo D&O abbia sottovalutato le riserve per le perdite dai \$3 ai \$5 miliardi negli ultimi anni<sup>87</sup>.

I prezzi di mercato D&O sono migliorati nel 2018 per la prima volta dopo il 2003. I tassi sono ulteriormente aumentati nel 2019. Le tariffe D&O per milione di limite coperto sono aumentate del 17,1% nel secondo trimestre del 2019, rispetto allo stesso periodo del 2018, con stesso limite e franchigia fino a quasi il 7%<sup>88</sup>.

Le polizze principali rinnovate con lo stesso limite erano al 93,5% nel secondo trimestre del 2019, ma solo il 70,6% rinnovate con la stessa franchigia e il 66% con lo stesso limite e franchigia, suggerendo un inasprimento di termini e condizioni.

Un problema riguarda il fatto che le controversie “*event-driven*” possono causare l'attivazione di più polizze da un medesimo evento.

---

<sup>87</sup>Page, M., (2019).

<sup>88</sup>Aon, (2019), p.10.

## SEMIANNUAL CLASS ACTION FILINGS SUMMARY

	Semiannual (1997 H1-2018 H2)			2018 H1	2018 H2	2019 H1
	Average	Max	Min			
<b>Class Action Filings</b>	106	223	55	204	199	<b>198</b>
<i>Core Filings</i>	92	127	55	113	108	<b>126</b>
<b>Disclosure Dollar Loss (\$ billions)</b>	\$65	\$172	\$11	\$158	\$172	<b>\$180</b>
<b>Maximum Dollar Loss (\$ billions)</b>	\$317	\$1,121	\$52	\$643	\$668	<b>\$781</b>

89

Le decisioni e le azioni intraprese o meno dalle società e dai loro amministratori in risposta alla crisi da Covid-19 sono oggetto di analisi da parte delle autorità. Alcune aziende potrebbero dover affrontare reclami a causa della loro insufficiente pianificazione dell'emergenza e lenta reazione ad una crisi di questa portata. Ci si può aspettare, quindi, un aumento di ricorsi su polizze D&O.

L'esistenza della copertura rappresenta un incentivo al contenzioso.

Diverse azioni collettive sono state intraprese negli Stati Uniti contro le società e i loro manager, in relazione al Covid-19.

Alcuni azionisti hanno presentato un ricorso contro Norwegian Cruise Lines e i suoi direttori, a seguito di e-mail in cui i membri senior del personale incoraggiavano i dipendenti a sottovalutare il virus e a fare pressione sui clienti al fine di mantenere le prenotazioni. Nelle e-mail si dichiarava che il virus non sopravvivesse in climi più caldi e che i clienti avrebbero dovuto prenotare al più presto per evitare un ingente aumento della domanda. Dopo che sono state diffuse queste notizie, le azioni della società sono diminuite del 53%, causando perdite significative per gli azionisti.

Un'azione collettiva simile è stata avviata contro la piattaforma Zoom. La società e i suoi manager sono stati coinvolti a causa di gravi carenze che riguardavano il software e la sicurezza dei dati. La popolarità acquisita grazie alla pandemia ha messo in luce tali inadempienze, che hanno causato una riduzione nell'utilizzo della piattaforma e un conseguente decremento del valore delle azioni. Un certo numero di aziende inoltre, tra cui Tesla, ha vietato ai dipendenti di utilizzarla.

<sup>89</sup> Stanford Law School, Cornerstone research, (2019), p.16 ss.

A causa della attuale recessione economica, molti aspiranti ricorrenti potrebbero trovarsi ad affrontare problemi di flussi di cassa, che renderebbero poco attraenti le prospettive di un contenzioso. Il finanziatore si farà certamente carico dei costi della lite, se ci saranno risorse disponibili per soddisfarlo, una volta accolto il ricorso. Se quindi il finanziatore è consapevole della disponibilità di una polizza D&O, sarà più incentivato ad investire su quel contenzioso<sup>90</sup>.

#### 2.4. *Class action e litigation funding*: l’impatto sulle “*securities claims*”.

La combinazione di scandali finanziari, riforme legislative e la crescente propensione al contenzioso, hanno portato ad una diffusione delle *securities class action*, che rappresentano un rischio significativo per le imprese e i loro dirigenti. Questo avviene in un momento in cui la natura dei rischi sta cambiando e i manager si ritrovano a dover comprendere e prevedere i rischi senza beneficiare di dati storici, in un momento in cui questi sono in continua evoluzione e assumono una portata globale.

Un esempio è il rischio finanziario correlato al cambiamento climatico e l’impatto della pandemia di Coronavirus.

Sia gli amministratori che le loro società vengono intaccati dall’aumento di controversie “*event-driven*” che impattano sui titoli. Le aziende si ritrovano a dover sopportare una notevole esposizione a danni economici e reputazionali, a causa di queste controversie di larga scala.

Le implicazioni non mancano anche in riferimento allo sviluppo di *class action* non legate ai titoli. Queste riguardano azioni promosse a seguito di violazioni, proposte da consumatori, in relazione a questioni come protezione dei dati, dell’ambiente e della salute.

Gli strumenti disponibili per far valere tali pretese sono già presenti, o in fase di sviluppo in molte giurisdizioni, e rappresentano una minaccia significativa per le società e i loro D&O.

Il *litigation funding* è comune nei ricorsi collettivi di consumatori e azionisti.

---

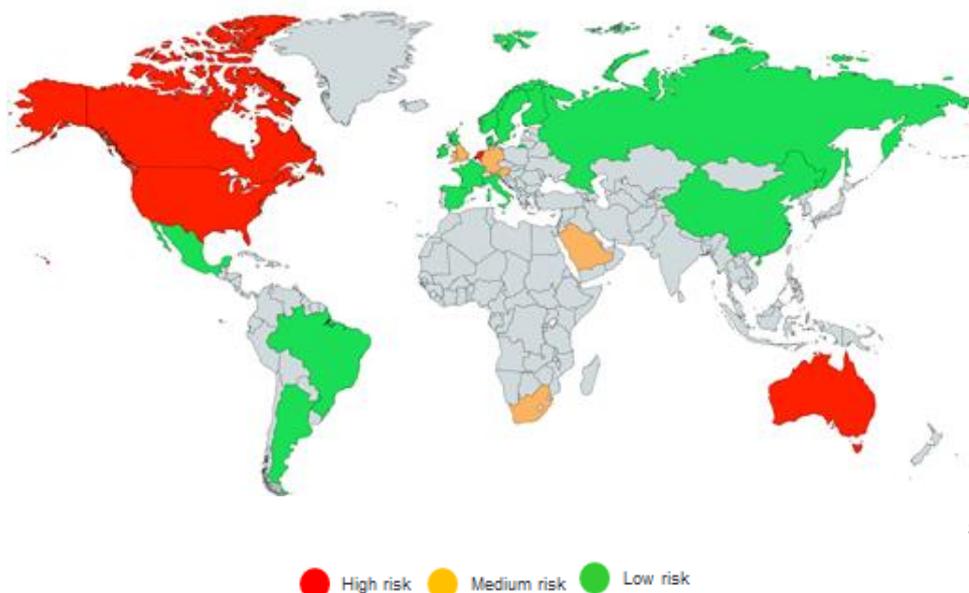
<sup>90</sup> Louw, J.M., McNaught, I., (2020).

È possibile a tal proposito rilevare una connessione tra lo sviluppo delle *class action* nei confronti delle aziende e dei loro D&O, e il *litigation funding*.

Le azioni collettive generalmente coinvolgono una classe di ricorrenti che condividono determinati interessi e per questo presentano un reclamo contro una o più persone.

La mappa di seguito riportata illustra per quali giurisdizioni è presente un rischio elevato, medio o basso di azioni collettive, e il relativo impatto del *litigation funding*.

In tutte le giurisdizioni questa tendenza si sta sviluppando, anche se per alcune le azioni collettive sono disponibili solo determinati tipi di controversie.



Come ci si può aspettare, il record di attività è detenuto dagli Stati Uniti, Australia e Canada. Per il terzo anno consecutivo nel 2018/2019 ci sono state più di 400 nuove *securities class action* negli Stati Uniti. Il tasso di contenzioso e la probabilità che una società venga coinvolta in un'azione collettiva, è pari al 7.2%, rispetto ad una media del 2,9% nel periodo 1997-2017<sup>91</sup>. I settori più intaccati sono quelli che

<sup>91</sup> Stanford Law School, Cornerstone Research, (2018), p. 16 ss.

si rivolgono direttamente ai consumatori, come industrie automobilistiche, farmaceutiche, assicurative, e vendita al dettaglio.

Anche l'Australia vanta un fiorente mercato delle *securities class action*. Quelle promosse dagli azionisti sono le più importanti azioni collettive presentate al tribunale federale, con il 34% di tutte le azioni collettive degli ultimi cinque anni. La frequenza non sembra rallentare, anche grazie al sostegno del governo per il finanziamento del contenzioso, controlli approfonditi della *governance* aziendale e soglie relativamente basse per presentare reclami secondo la procedura prevista da suddette azioni.

In Europa, il panorama delle *securities class action* si è evoluto negli ultimi anni. Molti paesi, infatti, ora offrono diverse modalità di proposizione di *class action*, anche se si rivelano essere più che altro un processo per consolidare azioni collegate, piuttosto che una vera procedura unitaria. L'aumento è dovuto alle perdite subite dagli investitori, a seguito della crisi finanziaria mondiale, e alla portata extraterritoriale delle leggi statunitensi, soprattutto a seguito del caso *Morrison vs National Australia Bank* (2010), che ha svolto un ruolo incoraggiante nei confronti degli investitori anche al di fuori degli Stati Uniti.

La Corte Suprema ha sentenziato che i tribunali statunitensi non hanno giurisdizione per quanto riguarda le operazioni sui titoli che hanno luogo al di fuori degli Stati Uniti. Ciò significa che gli investitori statunitensi che detengono azioni in società non statunitensi, non possono rivendicare eventuali pretese nel loro paese d'origine.

Il caso risolto dalla Corte Suprema ha contribuito alla diffusione delle azioni collettive in particolare nel Regno Unito e nei Paesi Bassi, in cui è previsto un meccanismo unico basato su un accordo di classe approvato dal tribunale su un opt-out che dovrebbe esser riconosciuto in tutta Europa. Il Tribunale olandese ad oggi ha adottato un approccio di ampia portata territoriale, in quanto si fa carico di reclami anche se non sono stati presentati ai sensi della legge olandese, il presunto illecito si è verificato al di fuori della nazione e nessuna delle parti, o un numero limitato di essi, sono domiciliati nei Paesi Bassi.

Nel complesso, si sta assistendo ad un cambiamento radicale nel settore del contenzioso europeo.

Il *litigation funding*, unito alle azioni collettive, sta contribuendo ad aumentare l'esposizione alla responsabilità per le imprese, in quanto gli ostacoli per i consumatori europei nell'intraprendere questo tipo di azioni si sono abbassati. Diverse giurisdizioni, tuttavia, nello sviluppare regimi di azione collettiva, hanno cercato di evitare ciò che viene visto come eccesso in altri ordinamenti.

Recentemente, ad esempio, si è affermato un movimento per limitare l'effetto extraterritoriale dei meccanismi di azione collettiva nei Paesi Bassi.

Il *litigation funding*, disponibile sia per contenzioso che per arbitrato, sta avendo un impatto sempre più significativo nella risoluzione delle controversie ed è attualmente impiegato più di frequente in relazione ad azioni di ricorso collettivo di consumatori e azionisti<sup>92</sup>.

Il finanziamento si basa su un accordo tra una parte in una controversia e un finanziatore, che fornisce denaro al fine di ottenere un ritorno sull'investimento. Il ritorno può essere un importo concordato o una quota dei proventi della controversia<sup>93</sup>. Se la richiesta non viene accolta, i costi sono coperti dal finanziatore.

Le *class action* contro istituzioni finanziarie, amministratori e direttori, si rivelano essere più interessanti per i finanziatori poiché la pretesa è generalmente più semplice da quantificare e da identificare, rispetto ad altri tipi di reclami.

Nonostante la crescita del *litigation funding* al livello mondiale, le varie giurisdizioni e le loro differenze determinano l'uso, la forma e l'impatto di finanziamento del contenzioso, oltre al relativo potenziale di crescita.

In Italia, le *class action* sono disciplinate dal titolo VIII-bis del Codice di Procedura Civile, dall'art. 840-*bis* all'art. 840 *quinquiesdecies*. Con l'art. 31-*ter* del decreto Ristori 137/2020 convertito in legge dalle Camere è slittata la data di operatività dell'azione collettiva, rivisitata dalla legge 31/2019. Ad occuparsi del tema è l'art. 7, comma 1 della legge n. 31 del 2019. La disposizione in origine prevedeva che le novità sull'azione di classe sarebbero entrate in vigore decorsi dodici mesi dalla pubblicazione (in data 18 aprile 2019) della stessa legge nella Gazzetta Ufficiale. I 12 mesi sono diventati 18 per effetto del decreto-legge 162/2019 (versione iniziale),

---

<sup>92</sup> Allianz Global Corporate & Specialty, Clyde & Co., (2020), p. 3 ss.

<sup>93</sup> Chen, W. author., (2017), p. 17-18.

allungati a diciannove proprio nel corso dell'esame parlamentare dello stesso decreto legge 162/2019.

Quel termine (19 novembre 2019) ha avuto una proroga semestrale e ciò grazie al citato decreto Ristori.

La nuova disciplina apre la possibilità di fare ricorso a tale procedimento anche a soggetti che non sono consumatori, consentendo di aderire all'azione anche a seguito dell'accertamento dell'illecito in qualsiasi situazione in cui ci sono diritti individuali omogenei da difendere.

Il finanziamento del contenzioso in Italia è sottosviluppato e non è espressamente regolato dalla legge italiana. Ciò è dovuto a vari fattori, tra cui il fatto che i processi tendono ad essere molto lunghi e per questo non attraggono i finanziatori. Il costo del contenzioso inoltre è inferiore rispetto ad altre giurisdizioni.

Le recenti iniziative legislative volte ad accelerare la durata dei procedimenti e le agevolazioni di azioni collettive, potrebbero tuttavia portare ad uno sviluppo del *litigation funding*.

## 2.5. Storia ed evoluzione del finanziamento del contenzioso.

La recente e rapida crescita del *litigation funding* sta ponendo una serie di questioni legali completamente nuove nel panorama della risoluzione delle controversie.

Il fatto che una terza parte interferisca nei procedimenti legali per realizzare un profitto ha suscitato accesi dibattiti tra i professionisti del settore.

In realtà, sostenere una causa a scopo di lucro non è una novità né per i sistemi di *civil law* né per quelli di *common law*.

Sin dall'epoca dell'Antica Roma il contenzioso veniva finanziato da terze parti, motivati da ragioni sociopolitiche ed economiche, in quanto rappresentava un modo per mostrare la posizione sociale e ottenere sostegno politico<sup>94</sup>.

Nel Medioevo, l'ingerenza nel contenzioso divenne un mezzo per guerre economiche private tra ricchi proprietari terrieri. Questo è stato il periodo in cui sia nei sistemi di *civil law* che di *common law*, l'avversione a promuovere e finanziare controversie raggiunse livelli più alti, fino a farlo scomparire. I divieti che

---

<sup>94</sup> Marotta, V. (2006), Vol 36, p. 87-114.

riguardavano il coinvolgimento finanziario nelle cause erano legati anche alla pratica della barratria, definita *'frequently exciting and stirring up [of] law suits'*<sup>95</sup>. Con l'affermarsi dello Stato di diritto, iniziarono a sorgere i primi dubbi circa l'utilità di tali divieti. La maggior indipendenza giudiziaria e la diminuzione dei poteri feudali hanno contribuito a tutto questo.

Solo con l'avvento del *"welfare state"* però ha iniziato a diffondersi con decisione l'idea che finanziare le controversie per far valere diritti di altre persone potesse essere un modo per sopperire alle scarse risorse economiche di alcuni. L'idea che fosse un male sociale iniziò a svanire, lasciando spazio alla consapevolezza che potesse essere un mezzo per migliorare l'accesso alla giustizia.

Dopo la globalizzazione e la crisi finanziaria, il fenomeno ha acquisito una portata di grandi dimensioni. I tagli alla spesa pubblica per la giustizia, l'aumento delle spese giudiziarie stanno determinando una domanda di finanziamenti esterni come mai prima d'ora.

La globalizzazione economica è stata favorita dall'idea- sviluppata prima da Adam Smith<sup>96</sup> e poi Ricardo<sup>97</sup>- che il libero mercato avrebbe aumentato la ricchezza delle nazioni, stimolando un'allocatione dei beni, capitali e servizi più efficiente.

Se le aziende commerciano in varie giurisdizioni, possono ottimizzare il proprio output, grazie al vantaggio di operare in paesi in cui alcuni fattori sono più economici.

Tuttavia, nuove operazioni generano più controversie.

Le statistiche della Camera di commercio internazionale (CCI) mostrano che il numero di casi cresce costantemente negli ultimi anni. Da quando è stata fondata nel 1923, la sua Corte Internazionale di Arbitrato gestì più di 20000 controversie da più di 200 giurisdizioni. Più di mille richieste di arbitrato sono state presentate solo negli ultimi sedici anni.

I numeri sarebbero molto più alti se si considerasse una scala più ampia, includendo anche altre Camere arbitrali, contenzioso transnazionale e altri metodi alternativi di risoluzione delle controversie (ADR).

---

<sup>95</sup> Blackstone, W., (1765-1770.), Libro IV, Cap. 10, par 11.

<sup>96</sup> Smith, A., (1776).

<sup>97</sup> Ricardo, D., (1817).

In tutto il mondo si è sviluppata la tendenza a preferire qualsiasi ADR per risolvere controversie internazionali, piuttosto che tribunali nazionali<sup>98</sup>. In questo scenario, sembra si assista ad una sorta di privatizzazione della giustizia civile e commerciale, sempre più orientata al mercato. L'ADR si è moltiplicata negli ultimi anni, essendo uno strumento più efficiente per risolvere controversie commerciali transfrontaliere. Ciò genera un aumento della domanda dei servizi legali, poiché contribuisce a quel fenomeno definito "allargamento del mondo giuridico"<sup>99</sup>.

Il rapporto di Hogan Lovells del 2014 sulle tendenze delle controversie internazionali dimostra chiaramente come un aumento della domanda di questi servizi, genera anche un aumento dei costi<sup>100</sup>.

Gli individui e le imprese richiedono sempre più spesso il supporto di terzi per sostenere cause lunghe e costose e per questo è possibile intuire che suddetto mercato è destinato a crescere<sup>101</sup>.

Il *Third Part Funding* è senza dubbio più diffuso nei paesi di *common law*, anche se sta iniziando a divulgarsi anche nei sistemi di *civil law*.

La ragione di questo ritardo non è certa, dato che non sono presenti divieti che potrebbero prevenire l'emergere del TPF. Questo fenomeno è in evoluzione e i finanziatori, avendo operato principalmente in giurisdizioni di *common law*, detengono un background più consolidato in riferimento ad alcuni ordinamenti. Tali legislazioni offrono infatti maggior certezza giuridica, grazie alla regola dello *stare decisis*<sup>102</sup>.

Diversi contenziosi famosi in tutto il mondo sono stati sostenuti da finanziatori terzi, come per esempio la *class action* contro Volkswagen per il *dieselgate*, o le cause promosse contro Lloyds TSB per salvare HBOS e contro la Royal Bank of Scotland.

---

<sup>98</sup> PricewaterhouseCoopers, (2013), p. 19 ss.

<sup>99</sup> Galanter usa questa formula per spiegare come negli ultimi decenni ci sia stato un cambiamento radicale nel mondo legale: la quantità e la complessità della regolamentazione; la frequenza dei contenziosi; il numero degli avvocati e degli attori legali; la quantità di informazioni: Galanter, M. (1992), Vol 55, n. 1,1,2.

<sup>100</sup> Hogan Lovells, (2014).

<sup>101</sup> Solas, G. M., (2019), pp. 17–37.

<sup>102</sup> Gennaioli, N., Shleifer, A., (2007), Vol.115, N. 1, 43–68.

## 2.6. Tendenze che hanno favorito lo sviluppo del *litigation funding*.

Una serie di tendenze hanno contribuito notevolmente allo sviluppo del TPF, aumentando le barriere di accesso alla giustizia e di risoluzione delle controversie, rendendo i ricorsi sempre più costosi, complessi e rischiosi.

Primo tra queste, come accennato in precedenza, il processo di globalizzazione economica, che ha portato l'aumento di controversie internazionali.

Un aumento della domanda di servizi legati al contenzioso, genera un aumento dei costi. Le cause sono anche aumentate in termini di complessità, a causa del coinvolgimento di più ordinamenti e sistemi giuridici diversi.

Nelle giurisdizioni di *civil law*, il processo di decodificazione<sup>103</sup> ha aggravato il problema della pluralità delle fonti e ha reso l'applicazione e l'interpretazione della legge ancor più difficile e costosa. L'avversione delle parti al rischio è aumentata, e anche per questo oggi è molto comune ricorrere a esperti non legali per determinare alcuni aspetti del contenzioso, come ad esempio la quantificazione dei danni, che incrementa ulteriormente i costi<sup>104</sup>.

La crisi finanziaria ha svolto un ruolo decisivo sia nell'aumento del volume delle controversie, sia nell'avversione al rischio di individui e imprese, a causa della limitata capacità finanziaria. C'è motivo di credere che l'interrelazione di queste tendenze possa aver contribuito al fallimento del mercato nell'accesso alla giustizia. Altro motivo che ha contribuito a far emergere il finanziamento del contenzioso è legato ai problemi procedurali nella risoluzione delle controversie.

Questo fenomeno è stato descritto dal Professore Jonathan Molot in un articolo chiave sull'argomento<sup>105</sup>.

La discussione parte dalla considerazione che non rileva quanto siano state ben elaborate le regole sostanziali, se non sono garantiti efficaci ed efficienti processi. Ciò condiziona le scelte delle parti, poiché sussiste una divergenza tra ciò che viene stabilito dalla legge e l'esito effettivo delle controversie.

---

<sup>103</sup> Tarzia, G. (1980), Irti, N. (1979), p. 527.

<sup>104</sup> Faure, M.G., Visscher, L.T., (2011), Vol 3, 376. In particolare, S. IV.2.

<sup>105</sup> Molot, J.T., (2010), Vol 99, p. 65.

Le parti potrebbero non essere in grado di comprendere i guadagni e i rischi, e di sostenere gli eventuali costi. Per questo motivo potrebbero finire di accettare un esito che non corrisponde al merito effettivo della controversia.

Un finanziatore terzo sarebbe nella posizione di comprendere e sopportare i rischi, distribuirli in portafogli ampi e perseguire economie di scala. Così facendo i costi e rischi sarebbero allocati in modo più efficiente, e si risolverebbero suddetti squilibri circa la comprensione della meritevolezza della causa, le preferenze sul rischio e la capacità di sostenere i costi<sup>106</sup>. Le posizioni delle parti sarebbero equilibrate e ciò comporterebbe una risoluzione più efficace.

I finanziatori sono entità preparate e sofisticate da un punto di vista giuridico, oltre che economicamente dotate; sono quindi capaci di gestire e rivendicare diritti più di quanto sarebbero in grado di fare le singole parti<sup>107</sup>.

Lo sviluppo di questo mercato dipende anche da altri fattori, come ad esempio la presenza più o meno elevata del patrocinio a spese dello stato e le risorse disponibili per questo; le spese giudiziarie; la presenza di altre modalità di finanziamento.

Il TPF è emerso come un settore finanziario autonomo, poiché altri finanziatori non possono competere in questo mercato, non essendo in grado di creare ed ottenere profitto da una buona valutazione e gestione dei rischi e dei costi. La sofisticatezza del TPF consente di comprendere la portata degli interessi in gioco, comprendere la meritevolezza dei ricorsi, prevedere il costo del contenzioso e ideare strumenti di copertura del rischio<sup>108</sup>.

Il TPF, tuttavia, presenta elementi affini ad altri servizi finanziari.

Il TPF condivide alcune caratteristiche con forme di venture capital, in quanto entrambi gli investitori scommettono su business incerti e i relativi contratti presentano elementi simili<sup>109</sup>. Differisce tuttavia dal capitale di rischio poiché quest'ultimo è una forma di finanziamento generalmente fornito alle piccole medie imprese emergenti che si ritiene abbiano un potenziale grado di crescita.

Il TPF invece viene messo a disposizione di un team di avvocati con una elevata esperienza in uno specifico campo e con precedenti vincenti.

---

<sup>106</sup> Cooter, R., Ulen, T., (2016), cap. 4.

<sup>107</sup> Solas, G. M., (2019), p. 38–122.

<sup>108</sup> Molot, J.M., (2009), Vol 76, Issue 1, p. 367.

<sup>109</sup> Steinitz, M., (2012), Vol 54, Issue 2, Article 4, 455. T.

Il TPF può anche essere assimilato ad un altro settore in forte crescita, ossia la finanza sociale, finalizzata alla realizzazione di un impatto positivo sulla società, l'ambiente e lo sviluppo sostenibile<sup>110</sup>.

Si è sottolineato infatti come il TPF abbia degli effetti positivi al livello sociale, come l'abbattimento delle barriere d'accesso alla giustizia.

## 2.7. Il *litigation funding* in Europa.

Nel contesto dell'Unione Europea, il TPF deve affrontare una serie di livelli di regolamentazione sulla base della gerarchia delle fonti.

Il Trattato di Lisbona ha segnato la nascita ufficiale dell'UE come entità politica, portando anche uno sviluppo nella legislazione verso un ampliamento delle possibilità per i cittadini europei di accedere alla giustizia e rivendicare i loro diritti in condizione di parità.

Il TPF è stato considerato in alcune norme recenti che riguardano la concorrenza e i ricorsi collettivi.

Il “*private enforcement antitrust*” è un mezzo ideato dal legislatore europeo per tutelare la leale concorrenza all'interno dell'Unione ed è probabilmente il contesto in cui il TPF viene utilizzato maggiormente. Esso è oggetto della direttiva 2014/104/UE, il cui obiettivo è quello di garantire, anche a livello privatistico a norma del diritto civile, un'applicazione efficace delle disposizioni contenute nel Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea (TFUE).

All'interno dello Stato italiano, è stato il d.lgs 19 gennaio 2017, n. 3 a recepire le previsioni in materia e a scandire una disciplina ad hoc in tema di risarcimento del danno antitrust. Il *private enforcement* consente ai privati, ossia imprese e consumatori, di adire l'autorità giudiziaria nel caso in cui i loro diritti vengano lesi da condotte *contra legem* poste in essere da una società. Tale istituto è nato grazie all'impulso della Corte di Giustizia, che si è pronunciata in svariati casi, andando quindi a costituire un importante filone giurisprudenziale.

---

<sup>110</sup> Weber, O. (2012), p.4 ss.

Il *private enforcement* ha assunto una rilevanza imprescindibile e deve essere considerato un nuovo mezzo per i privati al fine di ottenere un risarcimento del danno causato da comportamenti scorretti delle imprese.

Nonostante tale Direttiva, i danni derivati da comportamenti anticoncorrenziali non vengono spesso risarciti in modo efficace<sup>111</sup>. L'elevato costo delle controversie e i rischi a cui si incorre scoraggiano i consumatori e le piccole imprese ad agire in giudizio<sup>112</sup>. La quantificazione del danno derivante da tali violazioni, le asimmetrie informative, i potenziali costi elevati di avvocati e le spese giudiziarie, sono ostacoli comuni che rendono evidente l'asimmetria tra le parti.

In questo tipo di reclami, la disuguaglianza dei mezzi e l'incertezza del diritto rappresentano ostacoli elevati all'accesso alla giustizia e scoraggiano i soggetti avversi al rischio nel far valere i propri diritti legittimi.

La Direttiva che disciplina le azioni promosse per il risarcimento danni, menziona la possibilità di trasferire a terze entità l'esecuzione di suddette azioni. Tali enti si impegnano attivamente per promuovere le loro rivendicazioni, sia sotto il profilo organizzativo che finanziario.

Questo modello aiuta a riunire interessi diffusi in una pluralità di ricorsi all'interno in un'unica entità che li rappresenta, in modo da aumentare l'efficienza e l'uguaglianza delle posizioni delle parti in causa.

Il ricorso collettivo è un altro ambito in cui sono presenti forti ostacoli dovuti a costi e rischi legati all'accesso alla giustizia.

Le Istituzioni europee sono consapevoli dei problemi organizzativi e finanziari legati a questo tipo di reclami, e hanno affrontato la questione del finanziamento prima in una Comunicazione<sup>113</sup> e poi in una Raccomandazione<sup>114</sup>.

Nel contesto del "*soft law*" è stato quindi affrontato per la prima volta il problema del finanziamento da parte di terzi.

---

<sup>111</sup> Wieser, R.T., (2016).

<sup>112</sup> Schreiber, T., Smith, M., (2014), N. 3, p. 23–26.

<sup>113</sup> Comunicazione della Commissione Europea. COM (2013) 401 final. (2014/C 170/11) "*Verso un quadro orizzontale europeo per i ricorsi collettivi.*".

<sup>114</sup> Raccomandazione della Commissione Europea (2013/396/UE). 11 Giugno 2013. "*Principi comuni per i meccanismi di ricorso collettivo di natura inibitoria e risarcitoria negli Stati membri che riguardano violazioni di diritti conferiti dalle norme dell'Unione.*".

È stata inoltre promulgata di recente una proposta di Direttiva che riguarda azioni rappresentative per la protezione di interessi dei consumatori, che affronta anche la questione del finanziamento<sup>115</sup>.

Tali iniziative stimolano l'emergere di questo mercato, promuovendo nuove legislazioni negli ordinamenti degli Stati membri.

Vale la pena citare in questo contesto alcuni principi enunciati nella Raccomandazione. Al paragrafo 14 infatti, viene indicato che il ricorrente è tenuto a dichiarare al tribunale l'origine dei fondi utilizzati per sostenere la causa. Ciò garantisce un elevato grado di trasparenza, anche al fine di agevolare i controlli legati a situazioni di conflitto di interessi tra terzo e attore, e la capacità finanziaria di chi sostiene i costi. Si raccomanda inoltre agli Stati membri di tutelarsi da tassi di interesse eccessivi.

Questa disposizione, tuttavia, non prende in considerazione la caratteristica principale del TPF, che è un finanziamento pro-soluto, generalmente erogato su base percentuale e non come un normale prestito. Il TPF inoltre non è solo un finanziamento, ma comporta anche una serie di servizi accessori necessari per organizzare e promuovere l'azione.

La Raccomandazione in generale adotta un approccio "protettivo", che favorisce la tutela dell'autonomia dei ricorrenti circa le decisioni procedurali.

Vale la pena menzionare anche le disposizioni sul TPF presenti nella proposta di Direttiva prima citata, sull'azione rappresentativa degli interessi collettivi dei consumatori. Tale proposta faceva parte di una più ampia iniziativa della Commissione volta a rafforzare la tutela pubblica e privata dei diritti dei consumatori<sup>116</sup>.

L'obiettivo è modernizzare il quadro giuridico e confermare un approccio aperto nei confronti del TPF, considerato utile per le azioni collettive disciplinate nella Raccomandazione e nella Comunicazione.

---

<sup>115</sup> Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio sulle azioni rappresentative di interessi collettivi dei consumatori e che abroga la Direttiva 2009/22/EC, COM/201870184 final-2018/089 (COD).

<sup>116</sup> Cfr. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio e al Comitato economico e sociale, Brussels, 11.4.2018. COM (2018)183 final, "*Un nuovo accordo per i consumatori*".

## 2.8. Prospettive del *litigation funding* in Italia.

In Italia siamo agli albori, in quanto il TPF non è regolamentato, ma nemmeno vietato<sup>117</sup>.

Nel nostro ordinamento, il TPF è assimilabile ad un contratto atipico aleatorio, stipulabile in ossequio al disposto dell'art. 1322 c.c.

Questa assenza potrebbe essere causata dal divieto di quota lite disciplinato dall'art. 13 della l. 247/2012. Tale norma dispone che, nonostante il compenso dell'avvocato sia libero, il professionista non può concordare con l'assistito un compenso che consista in tutto o in parte nella quota del bene oggetto della prestazione, pena sospensione dall'esercizio dell'attività professionale.

La ratio della norma è stata ampiamente criticata e ritenuta ormai anacronistica, in quanto derivante dal bisogno di salvaguardare l'indipendenza e l'imparzialità degli avvocati.

L'ambito di applicazione però, non sembrerebbe potersi estendere fino a ricomprendere anche il TPF. La giurisprudenza di legittimità, infatti, ha specificato che tale divieto riguarda solo l'attività giurisdizionale dei patrocinanti, non comprendendo altre figure professionali. Il patto di quota lite inoltre non è presente solo nella nostra giurisdizione, ma anche in altri ordinamenti, come quello tedesco o austriaco, in cui è pacificamente utilizzato il finanziamento da parte di terzi.

Gli ambiti di maggior interesse dei fondi nel mercato italiano sono quello arbitrale, nazionale e internazionale; richieste di risarcimento per responsabilità extracontrattuale; azioni di classe, procedure concorsuali e recupero crediti per società fallite.

Finora sono stati pochi i fondi che hanno scelto liti italiane come *asset* di investimento, tra cui *Therium*, *Burford Capital*, *Harbour*, *Imf Bentham* e *Omni Bridgeway*<sup>118</sup>.

*Therium* seguito del successo riscosso in Spagna, sta studiando un modello per entrare a far parte del contenzioso italiano, nonostante le criticità che riguardano i tempi della giustizia.

---

<sup>117</sup> Solas, G.M., (2016), Vol. 24, Issue 2, 253.

<sup>118</sup> Finizio, M., (2019).

La selezione degli investitori è molto severa, in quanto la causa deve avere alcune caratteristiche. Il contenzioso, infatti, deve essere di una certa entità economica.

*Therium*, per esempio, ha sostenuto in Europa cause da 1 a 3 milioni di euro.

I fondi inoltre richiedono una buona probabilità di successo, almeno tra i 60% e il 70% e la controparte deve essere solvibile: può essere richiesta l'analisi del piano finanziario della società.

Infine, i tempi devono essere prevedibili, anche se non necessariamente brevi<sup>119</sup>.

Per ora in Italia il banco di prova è l'arbitrato, essendo l'unico settore in grado di rispondere a queste caratteristiche, soprattutto in merito ai costi che devono essere sostenuti. Dato che l'ultima legislazione di riferimento però risale al 2006, la Camera Arbitrale di Milano è intervenuta definendo la prassi da adottare quando in un arbitrato istituzionale entra un finanziatore terzo: il regolamento predispone all'art. 43 l'obbligo di dichiararlo, estendendo la *disclosure* all'investitore, oltre che all'arbitro<sup>120</sup>.

La crisi da coronavirus ha accelerato l'avvento del *litigation funding* in Italia.

Gli studi legali hanno registrato nel 2020 un incremento di contatti da parte di fondi, con società interessate a ricorrere al finanziamento di liti.

Il fondo *OmniBridgeway* ha finanziato, nel primo semestre del 2020, quasi 7 milioni di euro verso clienti italiani in cause internazionali, rispetto a circa un milione nei sei mesi precedenti, per una sola azione collettiva. Nell'ultimo Report per gli investitori, viene registrata una spinta al *litigation funding* del 15% rispetto al 2019<sup>121</sup>.

A richiedere una *due diligence* ad investitori, sono società che sebbene avrebbero le risorse per sostenere le spese legali, a seguito del Covid-19 devono controllare la liquidità e frenare le uscite. In molti casi sono già coinvolte in cause internazionali, e non sono all'inizio di un contenzioso, ma in corsa.

Il Coronavirus rappresenta un'opportunità, anche se le operazioni finanziabili sono limitate anche a causa delle onerose tasse richieste dai fondi.

---

<sup>119</sup> Cantobelli, G., (2020).

<sup>120</sup> Camera Arbitrale di Milano, (2019), p.18.

<sup>121</sup> OmniBridgeway, (2020), p.6 ss.

L'avvio di una *due diligence* non sempre si traduce in investimento<sup>122</sup>. Questa è fondamentale per valutare le chance di vittoria della controversia e per evitare l'apertura di un contenzioso con poche probabilità di esito favorevole, anche a causa di un *trade-off* tra costi/tempi giudiziari elevati e benefici svantaggiosi.

Negli ultimi anni l'interesse degli studi legali è aumentato, soprattutto a Milano e Roma, per via della maggiore apertura al mercato internazionale.

L'Italia è un mercato attraente per dimensioni e gradi di litigiosità, anche se il suo limite maggiore è rappresentato dai tempi della giustizia. La maggior parte dei casi che hanno visto all'opera il TPF, si è focalizzata su *enforcement* e arbitrati, a causa dei tempi più certi. I fondi però si stanno focalizzando anche sulle procedure fallimentari<sup>123</sup>. Come altri paesi dell'Eurozona, infatti, l'Italia è stata particolarmente colpita dalla crisi del debito sovrano, risentendo di politiche di austerità, della bassa produttività e di una crescita lenta, che ha logorato il tessuto produttivo fondato principalmente su piccole medie imprese. Negli ultimi anni, perciò, le insolvenze e le procedure concorsuali sono aumentate prepotentemente, così come i contenziosi per le imprese, che anche se non sono a rischio di insolvenza, devono investire le loro risorse nel contenzioso.

## 2.9. Gli effetti sociali del *litigation funding*.

L'impatto del TPF per i ricorrenti è certamente positivo, in quanto corregge quel fallimento di mercato inerente all'accesso alla giustizia e i generali problemi procedurali che riguardano la risoluzione di controversie.

Senza il TPF, i ricorrenti che non hanno diritto al patrocinio a spese dello Stato e che non possono permettersi di affrontare determinate cause, non presenterebbero i loro reclami, né otterrebbero un risarcimento<sup>124</sup>.

Anche le società finanziariamente solide ne traggono vantaggio, in termini di mitigazione del rischio. Il TPF può essere utilizzato come strumento di finanza aziendale e per ottimizzarne la gestione. La società potrebbe avere capitali

---

<sup>122</sup> Finizio, M., (2020).

<sup>123</sup> Gaia, M., (2019).

<sup>124</sup> Syed, A., (2017), Vol. 4, N 1, pp. 89–99.

disponibili, ma preferire di allocare le proprie risorse per altri investimenti, legati al *core business*, e non per un contenzioso.

Il TPF assicura ciò che è riconosciuto in tutte le giurisdizioni moderne come valore essenziale, oltre ad essere legittimato da quei principi fondamentali di libertà contrattuale<sup>125</sup>.

L'incentivo al profitto dei finanziatori, soprattutto in mercati non competitivi, potrebbe indurli a richiedere quote troppo alte, soprattutto per gli attori avversi al rischio, con un limitato accesso al capitale e alle informazioni. Ciò potrebbe comportare l'accettazione di un accordo ingiusto, che comunque permetterebbe di far valere la propria pretesa. Non ci sono prove che ciò si sia verificato, ma sarà necessario operare una serie di considerazioni politiche al riguardo e attuare un eventuale forma di regolamentazione.

Un altro aspetto critico potrebbe essere l'aumento del volume di contenziosi. Questo risultato, tuttavia, sarebbe la correzione al fallimento dell'accesso alla giustizia, e la soluzione del mercato a problemi procedurali.

L'aumento del volume delle controversie non può essere considerato necessariamente negativo, soprattutto se le pretese in questione sono meritevoli di tutela.

Un'ultima potenziale critica è che i finanziatori sono interessati a ricorsi profittevoli, precludendo un adeguato accesso alla giustizia per i ricorrenti che presentano reclami di basso valore economico. Ciò però non può essere considerato un effetto negativo al livello sociale, poiché è la naturale espressione del modello di business di qualsiasi impresa a scopo di lucro. Se ci fosse, tuttavia, un mercato competitivo in questo settore, i finanziatori potrebbero iniziare ad erogare finanziamenti per ricorsi di basso valore, operando su larga scala e risolvendo il problema dell'accesso alla giustizia anche per le controversie di modesta portata.

Il TPF aumenta le probabilità non solo che vengano avanzate pretese meritevoli di tutela, ma anche che si ottenga il risarcimento. Alcune analisi dimostrano che il TPF è comparso in molte giurisdizioni, e che i finanziatori stanno crescendo in termini di profitti. Ciò significa che molti ricorsi hanno avuto successo, e che si

---

<sup>125</sup> Solas, G. M., (2019), pp. 227–250.

sono ottenuti i risarcimenti richiesti. I dati disponibili sui profitti dei finanziatori sembrerebbero una conferma che il TPF comporta un miglioramento quantitativo e qualitativo circa la riparazione dei sinistri<sup>126</sup>.

Il TPF implica un'allocazione ottimale dei costi e dei rischi del contenzioso. Questa particolarità, se proiettata su scala più ampia, potrebbe generare esternalità positive: il mercato sarebbe più competitivo, i costi più bassi, i servizi migliori per i clienti e aumenterebbe la tendenza verso un'applicazione ottimale delle leggi.

Soprattutto nei casi in cui sono coinvolte grandi società, le controversie sono particolarmente costose, complesse e rischiose. I procedimenti arbitrali, che generalmente garantiscono una procedura di risoluzione delle controversie veloce ed efficiente, tendono ad essere inaccessibili per le piccole medie imprese<sup>127</sup>, che in Italia abbondano.

Il TPF potrebbe migliorare il mercato dei servizi legali, in termini di qualità, prezzi più bassi e innovazione nella fornitura di tali servizi. I finanziatori selezionerebbero avvocati altamente qualificati, specializzati e con comprovata esperienza e questo promuoverebbe la meritocrazia nel mercato dei servizi legali. Questi ultimi possono trarre vantaggio da questa collaborazione poiché si assicurerebbero una serie di casi in determinate questioni in cui si sono specializzati.

L'impatto sociale sui sistemi giuridici sarebbe senz'altro positivo, non solo per le parti coinvolte: si perseguirebbe l'obiettivo più generale di attuare le norme giuridiche di un determinato ordinamento.

Inutile dire che, se l'accesso alla giustizia è impedito da determinate condizioni oggettive e soggettive, le leggi non vengono applicate, e questo scenario si equipara allo scenario in cui tali norme non siano state promulgate<sup>128</sup>.

Un aumento di tali controversie può inoltre aiutare a chiarire le norme, affrontando anche questioni in cui potrebbe esserci un fallimento o un'inazione legislativa, e prevenire perdite per deterrenza.

D'altra parte, potrebbe verificarsi da un punto di vista qualitativo, un aumento del volume di controversie frivole e non meritevoli.

---

<sup>126</sup> Barrett, P., (2017).

<sup>127</sup> PricewaterhouseCoopers, (2013), p 11 ss.

<sup>128</sup> Stigler, GJ., (1970), Vol 78, N 3, p. 526.

Ciò dipende dal livello di *due diligence* dei finanziatori, che è ovviamente influenzato dal tipo di mercato. Se il mercato diventasse più competitivo, i finanziatori potrebbero abbassare i loro standard di *due diligence*, al fine di stimolare gli investimenti.

È difficile immaginare tuttavia che un fondo conceda capitali per cause del tutto infondate.

Attualmente, nelle moderne giurisdizioni occidentali, tutti i fondi in questione eseguono una accurata *due diligence* delle cause, finalizzata a selezionare solo quelle altamente meritevoli.

Un aumento delle liti comporterebbe senza dubbio un incremento dei costi per i vari sistemi giuridici, e quindi per le casse dello stato. Le spese, tuttavia, sarebbero causate da un miglioramento dell'accesso alla giustizia e della conseguente applicazione delle leggi previste dallo stesso Stato. Questo, infatti, se concede e garantisce diritti ai suoi cittadini, è anche chiamato a fare in modo che siano rispettati.

Una potenziale ripercussione sociale del TPF riguarda l'effetto deterrente.

La possibilità di usufruire di fondi per sostenere una causa potrebbe avere l'effetto di scoraggiare la commissione di illeciti<sup>129</sup>. I potenziali trasgressori però, devono essere consapevoli della possibilità concreta di dover risarcire il danno che causano, così che questi possano preferire di non porre in essere condotte illecite<sup>130</sup>.

In quest'ottica, tale deterrenza comporterebbe un'esternalità positiva: si ridurrebbero le controversie e quindi i relativi costi, e ci sarebbero meno casi simili a quelli già finanziati.

La principale preoccupazione sociale del mercato di TPF, è che trasmetterebbe un messaggio per il quale la risoluzione delle controversie non è un valore in sé, ma uno strumento che può essere sfruttato per altri scopi, come ad esempio il profitto. La presunta mercificazione della giustizia comporta che la risoluzione delle controversie diverrebbe un modo per monetizzare i contenziosi.

Questa critica è stata mossa in un report della Camera di Commercio degli Stati Uniti *'Selling Lawsuits, Buying Problems: Third Party Litigation Funding in the*

---

<sup>129</sup> Millman, J.L., (2016), Vol 91, p. 496.

<sup>130</sup> Cooter, R., (2016).

*United States*<sup>131</sup>, e nel successivo ‘*Stopping the Sale on Lawsuits: a Proposal to Regulate Third-Party Investment in Litigation*’<sup>132</sup>, in cui sono state espresse profonde preoccupazioni al riguardo.

Critiche simili sono state avanzate dall’*American Tort Reform Association*, che ha ipotizzato uno scenario in cui il TPF renderebbe i tribunali simili a delle borse, e il contenzioso una merce<sup>133</sup>.

Un problema delicato connesso alla mercificazione della giustizia riguarda il rapporto tra i finanziatori e gli avvocati. I rischi sono relativi, per esempio, a questioni quali la violazione dei doveri fiduciari che riguardano il legale nei confronti del cliente, anche alla luce dell’influenza esercitata dai finanziatori nelle decisioni che riguardano la strategia del contenzioso. I finanziatori, infatti, possono rivendicare il diritto di essere informati riguardo l’evoluzione del caso, rischiando di intaccare l’indipendenza degli avvocati. Tuttavia, è necessario sottolineare che l’interesse del TPF di allocare i costi e le risorse in modo ottimale, giustifica e legittima lo scambio di informazioni. Questo non dovrebbe essere ostacolato, ma rafforzato.

In generale, si è visto come gli avvocati potrebbero trarre vantaggi dalla collaborazione con i finanziatori, per garantire un flusso costante di casi in cui sono specializzati e favorire la meritocrazia in questo mercato. D’altra parte, si potrebbe assistere ad una modifica del *modus operandi* tradizionale dei legali. Se il ruolo sociale degli avvocati, in quanto detentori di conoscenze giuridiche, ha tradizionalmente concesso loro il monopolio sull’accesso ai tribunali e all’attività di consulenza circa la risoluzione delle controversie, oggi questo monopolio si sta erodendo.

---

<sup>131</sup> US Chamber of Commerce - Institute for Legal Reform, (2009).

<sup>132</sup> US Chamber of Commerce - Institute for Legal Reform, (2012).

<sup>133</sup> Schaeffer, P.H., Golden, J.B., (2011), pp. 2-5.

## 2.10. L'arretratezza del sistema normativo.

Le leggi in vigore, considerando la fase iniziale di questo mercato, non sono sufficienti e non risolvono molti dei problemi esistenti di questo settore. Questioni come la professionalità dei finanziatori, la protezione delle informazioni e la capacità finanziaria minima, necessitano di una propria regolamentazione.

Questa favorisce e rafforza la certezza del diritto, aumentando i benefici sociali e privati.

La portata globale del TPF lo rende difficile da regolamentare al livello nazionale. Per questo motivo il *soft law* è ampiamente utilizzato nel contesto giuridico internazionale, al fine di ottenere un'armonizzazione legislativa, senza la necessità di procedure complesse<sup>134</sup>.

Un caso interessante è rappresentato dall'Inghilterra e dal Galles, che hanno fondato una loro associazione e creato un codice di condotta, che ne disciplina i poteri. Tale forma di autoregolamentazione non è stata promossa dal governo britannico, anche se è necessario sottolineare che è stata accolta con favore dallo stesso.

Seguendo un approccio comparativo, si è visto come il TPF è in linea di principio considerato legale sia nei sistemi di *civil law* che in quelli di *common law*.

Non sono mancate però una serie di casi in cui i tribunali lo hanno ritenuto parzialmente illegale<sup>135</sup>.

La ragione più rilevante quindi per promuovere una legislazione specifica, è quella di chiarire una volta per tutte la sua legittimità, favorendone perciò l'uso.

La normativa più completa attualmente è quella di Singapore, dove nella Sezione 5B del *Civil Law Act* e a seguito del *Civil Law Regulation* del 2017 è stata fornita una disciplina chiara e specifica del TPF per gli arbitrati internazionali. L'approccio di Singapore è senza dubbio apprezzabile, in quanto tiene conto della flessibilità e dell'autonomia delle parti, e ha promosso un nuovo scenario in cui è consentito e regolamentato il finanziamento di terze parti.

La questione circa il futuro di questo mercato sembra essere piuttosto impegnativa, soprattutto da un punto di vista regolamentare. Le transazioni basate su TPF

---

<sup>134</sup> Shelton, D.L., (2009).

<sup>135</sup> *Persona Digital Telephony Ltd & anor v. Minister for Public Enterprise & Others*, (2016).

dovranno essere modellate sul caso in questione e sulla legislazione potenzialmente applicabile<sup>136</sup>. Nelle società moderne, guidate da cambiamenti rapidi e radicali, si è abituati all'innovazione in ogni ambito della vita sociale e privata. I cambiamenti sono sempre ben accetti, soprattutto se vanno a favore di una moltitudine di soggetti. D'altra parte, spesso ricevono critiche per l'impatto che possono avere in alcune circostanze. La stessa questione controversa riguarda il mercato di TPF: mentre è universalmente apprezzato e desiderato, il quadro normativo non sembra essere al passo con tutti i problemi che possono sorgere al riguardo.

Anche se saranno necessarie evidenze empiriche per confermare alcune ipotesi intuitive, il TPF sembra avere i giusti presupposti per apportare miglioramenti anche nel nostro ordinamento.

---

<sup>136</sup> Solas, G. M., (2019), pp. 290–318.

## *Capitolo 3:*

### *Le polizze D&O in Italia.*

#### 3.1. L'espansione delle polizze D&O in Italia: un mercato in crescita.

Originariamente nate negli anni 30' negli Stati Uniti, le polizze assicurative D&O si sono poi diffuse negli anni 70' nella quasi totalità delle società<sup>137</sup>, poiché ritenute fondamentali per la carica di *director*. Nel mercato italiano hanno iniziato ad acquisire successo tra la fine degli anni 80' e l'inizio degli anni 90', sebbene inizialmente penalizzate da una copertura troppo ridotta<sup>138</sup>, dovuta a massimali contenuti e franchigie elevate.

Si sta assistendo ad un incremento di interesse per gli strumenti assicurativi che garantiscono la responsabilità degli organi gestori, indipendentemente dalla dimensione delle aziende e dal settore di attività.

Fino a non molti anni fa, solo le imprese di grandi dimensioni erano propense a stipulare tali contratti di assicurazione, mentre oggi, si assiste ad un aumento di richieste da parte di aziende medio-piccole, che costituiscono l'ossatura dell'economia italiana, e un bacino di potenziale espansione di questo settore assicurativo<sup>139</sup>.

Le ragioni di questo fenomeno sono riconducibili ad una serie di circostanze che riguardano sia riforme in campo legislativo, sia trasformazioni del mondo imprenditoriale.

I recenti scandali finanziari, come Parmalat e Cirio, hanno contribuito ad accrescerne la diffusione.<sup>140</sup> Si è passati inoltre da numerose realtà imprenditoriali, da un management familiare a strutture societarie affidate a manager esterni, quali

---

<sup>137</sup> Secondo i dati pubblicati dalla Towers Perrini's Directors and Officers Liability 2006 Survey of Insurance Purchasing and Claim Trends, nel 2008, su un campione di 2875 società americane, oltre il 99% ha acquistato una copertura assicurativa D&O.

<sup>138</sup> Bonelli, F., (1998), p.180 ss.

<sup>139</sup> Regoli, D., (2009), p. 55 ss.

<sup>140</sup> Sabbattini, R., (2004), p 38.

l'amministratore delegato o il direttore generale. L'interesse delle società è sempre più orientato a garantirsi un grado di solvibilità elevato degli amministratori, essendo il suo ruolo sempre più delegato e rischioso. La congiuntura internazionale è caratterizzata da una concorrenza agguerrita tra le imprese e l'internazionalizzazione dei mercati è sempre più spinta.

Per quanto riguarda la legislazione italiana, significative sono state le normative introdotte dal Testo Unico della Finanza<sup>141</sup> e dalla legge sulla responsabilità amministrativa della società<sup>142</sup>. La riforma del 2003, infine, entrata in vigore in data 1 gennaio 2004, è indubbiamente percepita come potenziale causa di maggiore esposizione degli amministratori ad azioni di responsabilità.

Nella prassi si è assistito al proliferare di strumenti funzionali, alla neutralizzazione del rischio di responsabilità, proprio a causa della maggiore esposizione degli organi societari a subire azioni di responsabilità.

Da un punto di vista sostanziale, nelle s.p.a. è stata soppressa la possibilità di delegare scelte circa la gestione all'assemblea dei soci, incrementando la responsabilità a carico degli organi gestori<sup>143</sup>. D'altro canto, sono aumentati anche i doveri a contenuto specifico nei confronti degli amministratori, sia nelle s.p.a.,<sup>144</sup> sia nelle s.r.l.<sup>145</sup>.

Al livello procedimentale, sia nelle s.p.a, sia nelle s.r.l., si è ampliato il novero dei soggetti legittimati ad agire in giudizio contro gli organi gestori. Sono ammessi infatti alle azioni di responsabilità le iniziative di una minoranza qualificata dei soci, oltre che degli organi di controllo, per tutte le s.p.a. Per le s.r.l., invece, è ammessa addirittura l'iniziativa del singolo socio, a prescindere dalla quota detenuta.

Tali molteplici fonti di responsabilità impongono al mercato una serie di riflessioni circa la cultura giuridica ed economica, finalizzate a identificare coperture assicurative in grado di tutelare gli organi gestori delle società.

---

<sup>141</sup> D. Lgs. n. 58/1998.

<sup>142</sup> D. Lgs. n. 231/2001.

<sup>143</sup> Conforti, C., (2012), p. 1040 ss.

<sup>144</sup> Cfr., ad es., art. 2381, comma primo quinto e sesto, 2391, comma primo, secondo e quinto, 2497-ter cod. civ.

<sup>145</sup> Cfr., ad es., artt. 2485, comma primo e 2486, comma primo c.c.

Queste polizze non sono in realtà gradite alle imprese di assicurazione, a causa dell'elevato livello di rischio, ulteriormente aggravano dall'attuale situazione economica. È comune oggi assistere ad un aggravamento dei conti delle imprese, con elevati casi di chiusura per fallimento o liquidazione.

In queste ipotesi i soci, i creditori ed i risparmiatori danneggiati dalle crisi finanziarie, verosimilmente cercano di imputare le perdite all'operato degli organi manageriali. Le richieste risarcitorie, per questo motivo, sono molto onerose e quindi vengono richieste per tutti i soggetti coinvolti nella gestione dell'impresa, come amministratori sindaci e revisori.

Le compagnie assicurative, di conseguenza, selezionano con attenzione quali rischi assumere, cautelandosi sia preventivamente, con indagini svolte attraverso questionari sottoposti ai clienti, sia durante la stipula, adottando condizioni più restrittive<sup>146</sup>.

Le polizze disponibili in Italia si rifanno a modelli internazionali, in particolare per quanto riguarda la struttura del contratto, i massimali e la copertura<sup>147</sup>, sebbene la minor capacità assicurativa del mercato italiano rispetto a quello americano.

In Italia attualmente si preferisce l'acquisto di una polizza da parte della stessa società, che si fa carico di costi e premi assicurativi, nonostante la possibilità di sottoscrivere una *D&O Individual*, direttamente dagli amministratori<sup>148</sup>; la polizza è riconducibile quindi allo schema previsto dall'art. 1891 c.c.<sup>149</sup>. Le polizze individuali non offrono infatti una tutela completa in riferimento al regime di responsabilità previsto dall'art. 2392 c.c., poiché esclude "qualsiasi responsabilità solidale"<sup>150</sup> e una diminuzione della garanzia offerta.

L'amministratore, inoltre, per avere una copertura totale, dovrebbe fronteggiare costi simili a quelli previsti da una polizza D&O globale, che considerano il maggior rischio di dover rispondere per responsabilità imputabili ad altri.

Considerando che la società nutre interesse a fornire ai propri dirigenti garanzie adeguate, è possibile notare che l'acquisto della polizza a carico della società, rappresenta la possibilità per la stessa di ottenere migliori condizioni contrattuali di

---

<sup>146</sup> Regoli, D., (2009), p. 55 ss.

<sup>147</sup> Tombari, U., (1999), p.184.

<sup>148</sup> De Luca, N., (2004), p. 378.

<sup>149</sup> Franzoni, M. (2002), p. 712.

<sup>150</sup> Così il prospetto di sintesi della polizza D&O Elite Individual di ACE-Europe,cit.

quelle che sarebbero offerte al singolo. La polizza contratta dalla società viene quindi formalizzata come assicurazione per conto altrui, dato che gli assicurati non sono i contraenti.

Di recente si è assistito ad un proliferare di polizze individuali, che coinvolgono un solo amministratore, così da ottenere un massimale che non consideri azioni di responsabilità promosse nei confronti di altri soggetti, e delle condizioni contrattuali coerenti alla sua carica.

Per i direttori generali, il contratto tipico tutela solo quelli di nomina assembleare. La legge tuttavia (art. 2396 c.c.) assimila quest'ultimi a quelli nominati dal consiglio di amministrazione in base all'atto costitutivo. Non è possibile quindi escludere una deroga al principio appena citato, includendo nella copertura anche i direttori nominati nello statuto<sup>151</sup>.

### 3.2. L'assicurazione di responsabilità civile in generale e le principali fasi della stipula della polizza D&O.

L'assicurazione di responsabilità civile è un particolare tipo di assicurazione contro i danni, in cui l'assicuratore si obbliga, limitatamente all'importo stabilito nel contratto (massimale), a tenere indenne l'assicurato di quanto questi dovrà risarcire i terzi per danni a lui arrecati.

La disciplina dettata dal Codice civile è piuttosto scarna, in quanto attribuisce un rilievo solo marginale all'interesse del terzo danneggiato nel risarcimento del danno subito. L'assicuratore, infatti, detiene solamente la facoltà, e non l'obbligo, di pagare direttamente il terzo, ed è obbligato solamente nel caso in cui l'assicurato lo richieda (art. 1917, secondo comma, c.c.)<sup>152</sup>.

Il credito vantato dal danneggiato nei confronti dell'assicurato prevale sull'indennità dovuta dall'assicuratore (art. 2767 c.c.). Il danneggiato, tuttavia, non ha il diritto di agire direttamente contro l'assicuratore, né di chiamarlo in causa; questa facoltà è concessa solo all'assicurato (art. 1917, quarto comma, c.c.)<sup>153</sup>.

---

<sup>151</sup> Strobel, D.d., Ogliari, V., (2008), p.744-745.

<sup>152</sup> Campobasso, G.F., (2013), p. 236.

<sup>153</sup> Donati, A., Volpe Putzolu, G. (2019), p. 161-162.

La stipulazione di una polizza assicurativa comporta vantaggi evidenti alla società e agli amministratori, connessi alla possibilità di trasferire l'onere risarcitorio conseguente l'azione sociale di responsabilità<sup>154</sup>. L'assicurazione offre un maggior grado di solvibilità, liberando i vertici aziendali dalle spese che vengono in questo caso accollate ad un soggetto estraneo alla società, che “verso pagamento di un premio, si obbliga a rivalere.. entro i limiti convenuti”<sup>155</sup>.

Queste hanno l'obiettivo di tenere indenni i vertici aziendali da richieste di risarcimento per danni patrimoniali avanzate da terzi, in conseguenza a comportamenti colposi posti in essere nell'esercizio delle funzioni manageriali. Gli assicurati sono coperti nel caso in cui siano civilmente responsabili ai sensi della legge, per perdite patrimoniali causate a terzi involontariamente, a causa di violazioni colpose di obblighi contenuti nello Statuto, nelle delibere di nomina e nelle delibere assembleari.

La società è coperta per le somme che deve pagare a terzi per conto degli assicurati. È doveroso precisare che vengono considerati terzi la stessa società e i suoi soci; i creditori sociali; le società controllate e collegate. Non rientrano tra i soggetti terzi, invece, gli assicurati e coloro che detengono con essi un rapporto di parentela.

La copertura in questo caso è “collettiva”, in quanto vengono contemporaneamente ed automaticamente tutelati una serie di soggetti con un unico contratto.

L'assicuratore, per prima cosa, svolge un'analisi precontrattuale del rischio, sottoponendo al cliente un questionario preliminare, al fine di approfondire le caratteristiche dell'organizzazione societaria. Tra questi rientrano l'anno di costituzione, il tipo di attività, operazioni di acquisizione di altre società, l'eventuale quotazione in borsa, ed altre informazioni considerate rilevanti ai fini della stipula del contratto<sup>156</sup>.

Questo documento in genere si accompagna alla presentazione dei bilanci societari e relazioni semestrali dell'ultimo triennio, al fine di ottenere un'esatta “fotografia” della situazione patrimoniale e gestionale, insieme alla storicità dei risultati raggiunti e del business più recente, fondamentale per valutare correttamente l'assicurabilità o meno del rischio.

---

<sup>154</sup> De Luca, N., (2004), p. 381.

<sup>155</sup> Art.1822 c.c.

<sup>156</sup> Regoli, D., (2009), p. 55 ss

Se non sussistono controindicazioni, ed accertata l'assicurabilità del rischio, viene stabilito l'ammontare del premio, sulla base di parametri che esprimono l'andamento dell'impresa, e tenendo in considerazione anche altri fattori come l'età dell'azienda, il settore merceologico di riferimento, il valore di esposizione della compagnia in termini di massimale.

La durata del contratto è generalmente annuale, e senza tacito rinnovo.

### 3.3. Il problema della liceità delle polizze assicurative.

Nonostante il contratto mantenga la responsabilità degli amministratori verso la società, dei creditori sociali e dei terzi, sono state sollevate diverse perplessità dalla dottrina in merito alla liceità delle polizze di assicurazione<sup>157</sup> della responsabilità del collegio sindacale, potenzialmente contrarie "all'ordine pubblico".

La polizza potrebbe attuare la funzione della responsabilità dei vertici aziendali, posta a "completamento necessario dei poteri dell'organo gestorio"<sup>158</sup>. L'organo di controllo infatti, secondo questo orientamento, sollevato dall'obbligo di ripagare i danni causati, potrebbe essere portato ad adempiere con minor diligenza ai doveri del proprio mandato<sup>159</sup>. Seguendo questa linea argomentativa altra dottrina ha precisato che si potrebbe ipotizzare la nullità del contratto per illiceità della causa, nel caso in cui sia possibile dimostrare che lo scopo primario delle parti sia compromettere la funzione deterrente della responsabilità<sup>160</sup>.

Al di là di qualsiasi valutazione, queste sono considerate ammissibili nel nostro ordinamento.

L'art. 1917 c.c. disciplina l'obbligo dell'assicuratore di tenere indenne l'assicurato, escludendo solo i danni che derivano da fatti dolosi. D'altro canto, la giurisprudenza riconosce la legittimità dell'accordo con cui "si conviene il trasferimento ad altri dell'incidenza economica del danno", anche se è causato dalla violazione di norme imperative<sup>161</sup>.

---

<sup>157</sup> Franzoni, M. (2002), p. 711; De Luca, N., (2004), p. 376.

<sup>158</sup> Tombari, U., (1999), p. 186.

<sup>159</sup> Galgano, F., (1998), p. 314.

<sup>160</sup> De Luca, N. (2004), p. 377.

<sup>161</sup> Cass, 8 marzo 1980, n. 1543, cit.; Cass 21 novembre 1988, n. 6267, cit.

Due pronunce hanno confermato suddette conclusioni, nonostante non si siano espresse direttamente sulla liceità della polizza, in quanto qualsiasi decisione riguardante l'operatività e l'estensione di queste, pone come risolto e superato ogni dibattito circa la sua validità e compatibilità con l'ordinamento<sup>162</sup>.

Il Tribunale di Milano ha escluso l'operatività della polizza, in un caso, per il mancato rispetto dell'obbligo dell'assicurato di riferire all'assicuratore "fatti notizie, circostanze o situazioni che potrebbero determinare richieste di risarcimento da parte di terzi in dipendenza dell'attività professionale"<sup>163</sup>; nell'altro, in virtù della clausola negoziale per la quale "la garanzia non sarà operante per richieste di risarcimento pervenute all'assicurato dopo un anno dalla cessazione dell'incarico"<sup>164</sup>.

Coerentemente, il Tribunale di Padova, nell'ambito dell'esercizio di un'azione di responsabilità ex art. 146 l. fall., ha confermato la richiesta di un'ordinanza cautelare ex art. 669 *sexies* c.p.c. (sequestro) sul patrimonio personale di amministratori e sindaci. Il Tribunale ha specificato che la presenza di polizze assicurative è irrilevante, in quanto insufficienti per escludere il *periculum in mora*. Dato che non garantiscono la certezza del pagamento, "a fronte delle prevedibili eccezioni che potrebbero essere sollevate dall'assicuratore in ordine alla concreta operatività della copertura assicurativa", le polizze "non hanno lo stesso valore di una fideiussione a prima richiesta (bancaria o assicurativa), che sola potrebbe sostituire la cautela attuata."<sup>165</sup>.

Del resto, si rivela essere piuttosto discutibile la previsione di un effetto deterrente circa le responsabilità ex artt. 2392 ss. c.c. considerando l'esistenza di limiti posti alla copertura assicurativa. Le polizze diffuse nel mercato italiano, infatti, hanno massimali limitati e spesso insufficienti a coprire i danni che gli amministratori devono risarcire. Generalmente contemplano anche una franchigia, con la conseguenza che continuerebbe a gravare sugli amministratori la minaccia di dover rispondere degli oneri risarcitori che non rientrano nella polizza.

---

<sup>162</sup> Gambino, A., (1994), p. 131 ss.

<sup>163</sup> Trib. Milano, 7 febbraio 2003, cit.

<sup>164</sup> Trib. Milano, 7 febbraio 2003, cit; Trib. Milano, 5 luglio 2006, in *Società*, 2005, p.438.

<sup>165</sup> Trib Padova, 9 febbraio 2002 (ordinanza).

Un argomento ancor più decisivo di quello appena espresso, si fonda sull'art.1917, comma uno, c.c. Questo, infatti, prevede che l'amministratore o il sindaco che, a causa della protezione garantita dalla polizza, riducendo la diligenza richiesta, commette una violazione dolosa ai doveri dell'incarico, e non sarebbe quindi coperto dalla polizza.

Le tutele offerte da un indennizzo certo e pieno possono al contrario sollecitare azioni di responsabilità, amplificando e non riducendo la funzione deterrente della responsabilità<sup>166</sup>.

Considerate le capacità patrimoniali limitate degli amministratori, tale assicurazione può amplificare il valore atteso dell'azione di responsabilità, incentivando alcune azioni che non verrebbero se no esercitate<sup>167</sup>.

La polizza garantisce contemporaneamente al danneggiato un risarcimento sicuro, incentivando il ruolo compensativo della responsabilità<sup>168</sup> e comunque tenendo saldo quello deterrente, tendenzialmente considerato prevalente<sup>169</sup>. A favore della liceità delle polizze, infatti, depone anche la loro idoneità a svolgere una funzione compensativa, in quanto i patrimoni personali dei singoli, raramente soddisfano le pretese risarcitorie; un'assicurazione incrementa notevolmente le chance di soddisfare i danneggiati. La copertura assicurativa svolge, in quest'ottica, una funzione di complementarietà tra sistema risarcitorio e assicurativo: attraverso un'efficiente redistribuzione dei costi tra i soggetti interessati- agente, assicuratore e danneggiato -, la condizione del potenziale danneggiato, da un punto di vista economica, rimane inalterata.

A queste argomentazioni si aggiunge anche l'obbligo di salvataggio ex art. 1914 c.c., per il quale l'assicurato "deve fare quanto gli è possibile per evitare o diminuire il danno", pena la perdita del diritto all'indennità ex art. 1915 c.c.

---

<sup>166</sup> Le richieste di risarcimento in tal caso, avanzate durante la validità della polizza, da un lato determinano l'aumento del premio per i successivi rinnovi. Anche se non si fanno carico dei costi della polizza, gli amministratori possono comunque correre il rischio di una riduzione del compenso percepito. Le polizze, infatti, sono comunemente considerate un fringe benefit, una forma di compensazione indiretta (Casella, M., Ruozi, R., (1997), p. 65; Bonelli, F., (1998), p. 190.

<sup>167</sup> Galgano, F., (1988)

<sup>168</sup> Tombari, U., (1999), p. 326.

<sup>169</sup> A fronte della tendenziale insufficienza del patrimonio personale dei singoli amministratori (cfr. Bonelli, F. (1992), p. 113.

È opinione della giurisprudenza di legittimità, infatti, che tale obbligo riflette il principio generale dell'esecuzione in buona fede dei contratti, applicabile anche all'assicurazione di responsabilità civile<sup>170</sup>, e si basa sulla sussistenza di un interesse comune dell'assicurato e dell'assicuratore al non verificarsi del danno.

Di conseguenza, se gli organi sociali, una volta concluso il contratto, mutassero il loro comportamento abbassando il livello di diligenza, rischierebbero di non usufruire della copertura.

D'altro canto, a sostegno della liceità delle polizze, come sottolineato nel primo capitolo è necessario ribadire in questa sede la funzione di controllo – degli *agency cost* tra società e amministratori – dell'assicurazione, che identifica gli assicuratori in *corporate monitors*<sup>171</sup>

La copertura assicurativa potrebbe dipendere da alcune modifiche relative alla *corporate governance*, alla revoca di alcuni amministratori, ad una serie di informazioni inerenti alla gestione della società, fermo restando l'indipendenza organizzativa della società e degli organi di governo.

Recentemente è stato tuttavia svolto uno studio nel mercato statunitense che prende in considerazione circa 40 operatori del settore D&O, dal quale emerge che il controllo degli assicuratori è limitato all'identificazione del livello di rischio assicurato<sup>172</sup>. Il premio assicurativo rappresenterebbe un indice fondamentale sulla *corporate governance* e sul *business risk* della società.

Il controllo riguarderebbe quindi il potenziale aumento del premio sopportato dalla società in caso di condotte negligenti degli amministratori, che potrebbero penalizzarli a causa della riduzione del compenso, e l'informazione - obbligatoria per le società quotate<sup>173</sup> - circa la qualità della società, fornita al mercato dal premio assicurativo.

---

<sup>170</sup> Cass. 7 novembre 1991, n. 11877.

<sup>171</sup> Denozza, F., (1978), p. 20 s.

<sup>172</sup> Holderness, C.G. (1990), p. 119 ss.

<sup>173</sup> Ex art. 78 reg. Consob 11971, Allegato 3C.

3.4. La questione della competenza dell'acquisto delle polizze ad opera della società.

Una volta accertata la liceità delle polizze, è necessario soffermarsi su quale sia l'organo sociale competente a deliberarne l'acquisto.

Un primo orientamento sostiene che la polizza in questione non ha natura retributiva, e per questo motivo la competenza a deliberarne la stipula non può essere posta a carico dell'organo assembleare.

A favore della presunta natura non retributiva si è pronunciata l'Agenzia delle Entrate, in un parere che risale a settembre 2003, in cui si sostiene che “i premi assicurativi corrisposti per la stipula di polizze volte a garantire la copertura delle perdite di carattere patrimoniale che gli amministratori della società dovessero subire in seguito ad azioni di responsabilità civile intentate, nei loro confronti, da soggetti terzi lesi da atti compiuti dagli stessi amministratori nell'esercizio dei loro incarichi, non costituiscono fringes benefit e non concorrono alla formazione del reddito dei soggetti beneficiari”. Se si dovesse sostenere tale parere, si dovrebbe ritenere che la decisione circa la stipula della polizza, sia riconducibile alla gestione della società<sup>174</sup>. Ciò comporterebbe che la competenza sarebbe inderogabilmente a carico degli amministratori, (artt. 2380-bis, primo comma, 2409-noves, primo comma, 2409-septiesdecies, primo comma, c.c.) a prescindere dal sistema di amministrazione e controllo adottato<sup>175</sup>. Non sarebbe neppure ipotizzabile un obbligo del consiglio di amministrazione di informare l'assemblea circa l'acquisto, per il fatto che gli amministratori hanno un personale interesse nell'operazione; la situazione sarebbe molto simile alla fattispecie dell'amministratore unico interessato che, ai sensi dell'art 2391, comma primo, cod. civ., come modificato dal d. lg. 310/2004, deve riferire l'esistenza di un interesse personale anche alla prima assemblea utile; questa, come si legge nella relazione di accompagnamento<sup>176</sup>, potrebbe essere anche successiva al compimento dell'atto, vale a dire, alla stipula della polizza<sup>177</sup>.

---

<sup>174</sup> Liburdi, D., (2003), p. 3934 ss.

<sup>175</sup> Cabras, G., (2002), p. 2005; Franzoni, M., (2002), p. 713.

<sup>176</sup> Relazione, (2005), p. 272 ss, ivi 274.

<sup>177</sup> Enriques, L., Pomelli, A., (2005), p. 766.

In realtà, il parere dell’Agenzia delle Entrate sulla presunta natura non retributiva delle polizze, non voleva sostenere un principio generale, ma era finalizzata a disciplinare una specifica fattispecie, caratterizzata dalla sussistenza di un vero e proprio obbligo, e non di una facoltà della società di mantenere indenni gli amministratori o i dirigenti. In particolare, si trattava dell’obbligo di assicurare i quadri intermedi e i dirigenti contro il rischio di responsabilità civile verso terzi, conseguente a colpa lieve nello svolgimento delle proprie mansioni, previsto dall’art. 5 della legge 13 maggio 1985, n. 190 e del CCNL.

Al di fuori di questo caso particolare, nonostante sussista un interesse della società a stipulare tali polizze, (interesse che è fondamentale per la validità, ai sensi dell’art. 1891 cod. civ., dell’assicurazione per conto altrui stipulata dalla società a favore dei suoi amministratori), è evidente la rilevanza di un altrettanto interesse degli amministratori alla stipula della polizza, essendo un *fringe benefit* necessario per accettare l’ufficio.

È importante sottolineare che spesso nella prassi il costo della polizza viene inserito nell’importo qualificato formalmente come compenso -così che sia l’amministratore a pagare i premi, in luogo della società- e perciò diventa un’autentica remunerazione diretta, anche se l’assicurato non riceve materialmente la parte dell’emolumento che corrisponde al premio. Un ulteriore conferma della natura retributiva di queste polizze, è desumibile dallo Schema n. 1 dell’Allegato 3 C della delibera Consob n. 11971, che prevede che tra i *benefits* non monetari, devono essere pubblicizzate anche le “eventuali polizze assicurative”.

Alla luce di queste considerazioni sulla natura retributiva di queste polizze, si può concludere che la decisione circa la loro eventuale stipulazione è a carico dell’organo di volta in volta competente per la determinazione del compenso percepito dagli amministratori<sup>178</sup>. Ne consegue quindi che l’organo competente a decidere la stipula, in via generale, è l’assemblea dei soci (ai sensi degli artt. 2364, n. 3, 2389, comma primo e 2409-noviesdecies cod. civ.)<sup>179</sup>, e per la società che adotta un sistema dualistico, il consiglio di sorveglianza, salvo che lo statuto disponga diversamente, attribuendo all’assemblea la determinazione del compenso

---

<sup>178</sup> Casella, M., Ruozi, R., (1997), p. 65; Tombari, U, (1999), p. 205.

<sup>179</sup> Bonafini, A.L., (2005), p. 331.

dei componenti del consiglio di gestione (art. 2409-terdecies, comma primo, lett a), cod. civ.)<sup>180</sup>.

È necessario considerare anche quanto previsto dall'art. 2389, comma terzo, cod. civ., nella misura in cui prevede che la remunerazione degli amministratori che ricoprono cariche particolari in conformità dello statuto, è determinata dal consiglio di amministrazione, previo parere del collegio sindacale.

Anche il consiglio di amministrazione, quindi, potrebbe decidere l'acquisto di una polizza D&O a copertura degli amministratori investiti di particolari cariche, essendo compresi in questa categoria il presidente del consiglio di amministrazione e gli amministratori investiti di delega tipica.

Innegabile è la possibilità di prevedere nello statuto, ex art. 2389, terzo comma, la facoltà dell'assemblea di stabilire il tetto retributivo globale, comprensivo della retribuzione degli amministratori aventi speciali cariche (di conseguenza anche della quota da destinare alla copertura assicurativa della responsabilità degli stessi). La determinazione di un plafond totale da parte dei soci è auspicabile al fine di consentire un'adeguata "penalizzazione" degli amministratori muniti di speciali cariche, in caso di aggravamento del rischio assicurato- e quindi di aumento del premio- a causa di comportamenti imputabili a suddetti amministratori<sup>181</sup>.

Solo in presenza di un tetto retributivo globale, che comprenda sia i compensi sia i fringe benefits ricevuti dagli amministratori, l'aumento del premio assicurativo- e quindi dei fringe benefits- può comportare in automatico una riduzione dei compensi direttamente percepiti.

---

<sup>180</sup> De Luca, N. (2004), p. 380.

<sup>181</sup> Regoli, D., (2009), p. 62 ss.

3.5. La struttura delle polizze D&O: la *Side A*, la *Side B*, e l'auspicabilità della diffusione della *Side C coverage*; i limiti temporali della copertura: la clausola *claims made*.

Molti sono gli elementi comuni delle polizze in questione, nonostante siano personalizzate in base alle caratteristiche delle società e degli amministratori assicurati<sup>182</sup>.

La polizza generalmente è formata da due parti che costituiscono due polizze in una sola.

La prima tutela gli amministratori- anche per ipotesi di responsabilità per colpa grave (art. 1900, primo comma, c.c.) contro le perdite e le spese dovute da azioni di responsabilità per le quali non hanno ricevuto indennizzi (obbligatori o facoltativi) dalla società (*Side A coverage*).

La seconda garantisce la società per spese e somme indennizzate da questa a causa di richieste di risarcimento da parte degli amministratori, in relazione all'esercizio delle proprie funzioni (*Side B coverage*). Quest'ultima non copre quindi i costi derivanti da azioni di responsabilità rivolte direttamente (anche) alle società; in tutti quei casi quindi, in cui la società deve rispondere dei danni compiuti dagli amministratori a terzi o singoli soci (art. 2395 c.c.), ex art. 2043 c.c. o, secondo la tesi condivisa, ex art. 2049 c.c.

In Italia, infatti, non è presente la c.d. Side C, diffusa in America dagli anni 90', finalizzata a coprire direttamente la responsabilità della società stessa.

Questa lacuna diminuisce notevolmente la funzione compensativa del sistema combinato assicurazione/responsabilità, quantomeno in relazione a due fattispecie di responsabilità di rilevanza notevole, che probabilmente necessiterebbero di una copertura adeguata e non limitata alla responsabilità degli amministratori<sup>183</sup>.

Innanzitutto, sono esclusi dalla copertura assicurativa i casi in cui la società deve rispondere dei danni diretti causati dagli amministratori a terzi o a singoli soci (art.2395 c.c.), ai sensi dell'art. 2043 c.c. ovvero dell'art.2049 c.c. ovvero dell'art

---

<sup>182</sup> Bishop, J.W. Jr, (2011), p. 6.

<sup>183</sup> Tina, A., (2008), p. 370.

1228 c.c., a seconda della norma applicabile, in base alla natura della responsabilità ex art. 2395 c.c.

Resta esclusa, inoltre, la responsabilità diretta dell'ente o società che compie una violazione dei principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale, nell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, causando un danno ai soci minoritari e ai creditori della controllata, ai sensi dell'art. 2497 c.c.

In queste due circostanze, l'estensione della copertura assicurativa anche alla responsabilità della società, avrebbe due vantaggi: garantirebbe, in primis, una corretta ripartizione del danno, anche nell'ipotesi di insolvenza della società; d'altro lato, consentirebbe di risolvere preventivamente problemi eventuali di allocazione dei costi (danni e spese legali), mediante l'unitario regolamento contrattuale; ciò nell'ipotesi in cui l'azione venga promossa congiuntamente contro gli amministratori e la società (in base al combinato disposto degli art. 2395 e 2043/2049/1228 c.c., ovvero in base al combinato disposto del comma primo e del comma secondo dell'art.2497 c.c.).

L'assicurazione si estende a tutte le somme versate e alle spese scaturite da una richiesta di risarcimento a causa di atti illeciti compiuti dagli amministratori, sindaci e dirigenti nell'esercizio delle loro funzioni; nonché alle somme pagate dalla società agli amministratori.

Analizzando i limiti temporali della copertura, la polizza D&O è solitamente strutturata su base *claims made*, recentemente dichiarata ammissibile dalla Corte di Cassazione<sup>184</sup>.

L'assicuratore quindi si obbliga a tenere indenni gli amministratori e le società per domande di risarcimento in cui sono coinvolti, e comunicate all'assicuratore durante il periodo di assicurazione, non essendo rilevante il momento in cui gli atti o le omissioni fonte di responsabilità sono state compiute. L'effetto della copertura, quindi, può valere anche per i danni cagionati prima del *policy period*<sup>185</sup>.

La retroattività della clausola *claims made* è attenuata dai principi di cui agli art. 1892 e 1893 c.c., per quanto riguarda le conseguenze delle dichiarazioni inesatte o delle reticenze all'assicuratore, per i quali è consentito attivare la copertura

---

<sup>184</sup> Cfr. Cass., 15 marzo 2005, n.5624, in Giur. It., 2006, p. 254.

<sup>185</sup> Candian, A.D., (1993), p. 273.; De Strobel, D., (2007), p.176.

assicurativa soltanto ai fatti pregressi non conosciuti, o non ragionevolmente conoscibili, dagli assicurati nel momento della stipula.

Questa attenuazione della portata della clausola è ancor più evidente in relazione alla responsabilità degli amministratori. L'amministratore infatti è tenuto a verificare, dopo aver accettato l'incarico, quale sia la situazione pregressa, quali siano i rimedi necessari per evitare che delle irregolarità gravino sull'amministrazione, e di quali mezzi finanziari dispone la società. Colui che succede ad un altro amministratore ed evita di adoperarsi per eliminare precedenti irregolarità, è responsabile di queste inadempienze nel caso in cui la società subisce dei danni connessi alle stesse. A causa di tali doveri di controllo degli amministratori sulla gestione precedente, sarebbe più complesso dimostrare la non conoscibilità da parte degli amministratori dei fatti illeciti pregressi, riducendosi anche la portata della clausola *claims made*<sup>186</sup>.

Salva diversa disposizione quindi, gli amministratori sono coperti anche per i danni posti in essere prima della stipula della polizza, nel caso in cui il danneggiato abbia avanzato per la prima volta la sua richiesta durante il *policy period*.

Al contrario, la protezione è esclusa per gli atti illeciti compiuti durante la validità della polizza, ma per i quali non viene presentata alcuna richiesta di risarcimento nei termini del contratto. In questa circostanza- se la polizza non viene rinnovata, o in caso di recesso di una delle due parti- di solito è prevista la possibilità (*discovery clause*) di chiedere nei termini e nei modi stabiliti, di estendere la copertura dietro pagamento di un ulteriore premio, anche se comunque per illeciti realizzati durante il periodo di validità della polizza<sup>187</sup>.

Nel mercato italiano, si scelgono solitamente forme di retroattività diversificate e contenute, ad esempio fino a cinque anni, con possibilità di estenderla illimitatamente in situazioni particolari; le compagnie estere, al contrario, tendenzialmente concedono un periodo di retroattività più ampio, e a volte illimitato.

È prevista inoltre, la possibilità di garantire gli assicurati da richieste di risarcimento giunte fino a cinque anni dopo la fine dell'incarico, per condotte colpose realizzate

---

<sup>186</sup> Regoli, D., (2009), p. 62 ss.

<sup>187</sup> Tina, A., (2008), p. 377.

durante la vigenza della polizza; ciò solo nel caso in cui la società abbia mantenuto la copertura D&O con la medesima compagnia senza soluzione di continuità.

Questa impostazione contrattuale può comunque essere ampliata ed integrata, a seguito di un premio ulteriore, ed inserendo condizioni aggiuntive. Tra queste possono rientrare l'ultrattività, l'estensione dei termini per la denuncia dei sinistri anche dopo la scadenza della polizza, e l'estensione della garanzia anche ai ruoli svolti dagli assicurati in società partecipate e collegate, per conto della società contraente.

3.6. L'incidenza del principio della responsabilità solidale sulla struttura delle cd. "polizze D&O": la prevalenza delle polizze globali stipulate dalla società.

Le polizze assicurative maggiormente diffuse sono le c.d. "globali", stipulate dalla società indistintamente, senza individuare gli assicurati al livello nominativo. Ciò a prescindere da qualsivoglia persona fisica che sia stata o che sia, nel momento in cui si stipula il contratto, o possa essere in futuro un amministratore, sindaco, un consigliere di gestione, di sorveglianza, membro del comitato per il controllo interno sulla gestione, direttore generale, dirigente con procura, dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, o di altre cariche equivalenti alle precedenti, sia nella società contraente, sia nelle sue controllate ( adottando una nozione di controllo più estesa di quella considerata nell'art. 2359 c.c.)<sup>188</sup>.

La ratio della preferenza delle polizze globali si giustifica nel fatto che la sottoscrizione di polizze in base alle diverse cariche ricoperte, o la sottoscrizione individuale da parte dei singoli, non garantirebbe una copertura consona rispetto al regime di solidarietà che governa la responsabilità degli amministratori<sup>189</sup>.

Dalla copertura assicurativa individuale, in genere viene esclusa ogni responsabilità solidale; il singolo amministratore, inoltre, per assicurarsi contro il maggior rischio di dover rispondere di illeciti imputabili ad altri, dovrebbe comunque sostenere costi non diversi da quelli della società per una polizza D&O globale<sup>190</sup>.

---

<sup>188</sup> De Luca, N., (2004) p. 377 ss.

<sup>189</sup> Bagnoli, R., (2005), p. 84.

<sup>190</sup> Franzoni, M., (2002), p. 710 ss.

Tali motivi a sostegno della preferenza per le polizze globali, potrebbero venir meno. Queste si sono sviluppate, infatti, nel sistema emergente dalle scelte normative e dagli orientamenti della giurisprudenza anteriori alla Riforma del 2003. Precedentemente, vi era una tendenziale imputazione indifferenziata ed unitaria della responsabilità a tutti i soggetti che componevano gli organi societari.

Tale orientamento, considerando un indirizzo distorto della solidarietà, come criterio di imputazione della responsabilità, invece che come regola di attuazione dell'obbligazione risarcitoria tra soggetti ritenuti corresponsabili, comportava un appiattimento della responsabilità, eliminando ogni differenziazione circa i ruoli degli amministratori esecutivi e non<sup>191</sup>.

Questa impostazione oggi si rivela incoerente con il sistema attuale, in cui vi è la tendenza a transitare da una responsabilità solidale al livello strutturale di tutti gli amministratori- poiché condebitori di una posizione che non può essere divisa- ad una responsabilità strutturalmente individuale, per la quale ogni amministratore è debitore di una prestazione particolare e differente da quella degli altri.

Innanzitutto, la nuova disciplina della delega, riflessa nell'art. 2381 c.c., e la contestuale eliminazione dell'obbligo di vigilanza sull'andamento generale della gestione, che era sancito dall'art. 2392 c.c., ha reciso il vincolo di solidarietà tra gli amministratori non esecutivi e gli amministratori esecutivi per le funzioni gestorie a loro delegate. A causa della frantumazione dell'unità della prestazione gestoria, si è giunti ad un sistema di responsabilità basato sul ruolo ricoperto da ogni amministratore, facendo venir meno o quanto meno attenuando il rischio che gli amministratori non esecutivi debbano rispondere per comportamenti gestori imputabili agli esecutivi.

In secondo luogo, la graduazione del livello di diligenza che viene richiesto dagli amministratori è mutata a seguito dell'introduzione dei parametri di commisurazione della natura dell'incarico e delle specifiche competenze. Questo porta a considerare che sia possibile distinguere la responsabilità imputabile ad alcuni amministratori non esecutivi, rispetto a quella imputabile ad altri non esecutivi. Ciò in virtù della natura indipendente propria solo di alcuni, ovvero della

---

<sup>191</sup> Regoli., D., (2009), p.70 ss.

partecipazione soltanto di alcuni di essi a comitati interni, o delle specifiche competenze proprie di pochi.

La qualifica di amministratore indipendente, ad esempio, e la sua funzione ( a fortiori se fanno parte dei comitati interni ), rappresentano elementi che aumentano: il livello di diligenza professionale e l'obbligo di lealtà di questi (in particolare, ci si riferisce a quelle situazioni in cui il rischio di condizionamento da parte degli amministratori esecutivi o del socio di controllo è alto) , e lo *standard of review* dei giudici per accertare l'eventuale responsabilità di questi amministratori.

In terzo luogo, come esempio di differenziazione dei ruoli e dei rischi di responsabilità interorganici, è utile menzionare il diverso grado di responsabilità tra dirigenti competenti alla redazione dei documenti contabili, e gli amministratori, in particolare quelli non esecutivi. I dirigenti preposti, a differenza degli amministratori, non hanno piena responsabilità nel bilancio, ma possono rispondere solo delle attestazioni rilasciate dagli stessi<sup>192</sup>. Gli amministratori non esecutivi, invece, potranno esimersi da responsabilità, se il danno è imputabile ad un inadempimento commesso dal dirigente contabile nell'esercizio di una sua competenza.

Questi esempi mostrano che l'attuale normativa oggi consente una distinzione ed una individuazione anche verso l'esterno, delle responsabilità tra i componenti dell'amministrazione e, in generale, degli organi societari. Il rischio di responsabilità assicurabile, di conseguenza, sarà diverso tra amministratori esecutivi e non esecutivi, tra amministratori indipendenti ed altri esecutivi, tra amministratori con determinate competenze ed amministratori senza le stesse.

La conseguenza, al livello assicurativo, di questo cambiamento del sistema di responsabilità, è la necessità di calibrare l'estensione della copertura e personalizzare i premi assicurativi, tenendo in considerazione i vari gradi di rischio di ogni amministratore, o almeno di ciascuna categoria degli stessi, oltre che della significativa diminuzione delle chance di dover rispondere degli inadempimenti e degli illeciti altrui.

---

<sup>192</sup> Art. 154-bis, comma sesto del TUF.

È quindi probabile e auspicabile una diffusione maggiore delle polizze D&O individuali, o quantomeno di polizze diverse a seconda delle categorie di soggetti, con coperture e premi distinti in funzione del differente rischio assicurato<sup>193</sup>.

Questo passaggio necessita di un affinamento dei criteri di valutazione del rischio ad opera delle imprese assicurative, che può essere accelerato dalla concorrenza tra i vari operatori del mercato italiano, al fine di offrire agli interessati prodotti assicurativi migliori.

### 3.7. Le esclusioni dalla copertura assicurativa nelle polizze D&O.

Finora sono stati esaminati limiti temporali e quantitativi, ma le polizze D&O prevedono anche altre esclusioni legate al contenuto del contratto di assicurazione. Coerentemente con gli artt. 1900, primo comma, c.c., l'assicuratore non ha l'obbligo di indennizzare i sinistri in caso di atti fraudolenti o dolosi degli amministratori, in particolare nelle situazioni in cui gli amministratori erano a conoscenza che l'evento avrebbe potuto originare una domanda di risarcimento. Le polizze generalmente contengono clausole finalizzate ad escludere la copertura nei casi in cui viene promossa azione sociale di responsabilità, su iniziativa della società e con voto favorevole dei soci che detengono percentuali qualificate del capitale, direttamente o indirettamente. Questa cautela è volta a scongiurare abusi a danno dell'assicurazione, che derivano da condotte collusive poste in essere dalla società contraente e gli amministratori assicurati. Tali comportamenti sono diretti ad ottenere una sentenza di condanna dell'organo amministrativo, per poi accollare gli eventuali oneri sulla compagnia assicurativa. Questa cautela è pienamente giustificata nell'ambito delle società a responsabilità limitata, in virtù dello stretto coinvolgimento dei soci nella gestione della società, e anche nelle s.p.a chiuse. Si rivela essere eccessiva invece per le s.p.a. aperte, alla luce dell'evidente minor rischio che si realizzano in queste i comportamenti collusivi descritti.

---

<sup>193</sup> Regoli., D., (2009), p.70 ss.

I principi sanciti dagli art. 1892 e 1893 c.c. comportano limitazioni circa la retroattività della clausola *claims made*, confinandola ai soli fatti non conosciuti o conoscibili<sup>194</sup>.

Esaminando alcuni testi contrattuali al fine di ottenere una panoramica delle esclusioni più comuni, particolarmente rilevante risulta l'esonero degli indennizzi per le sanzioni amministrative nei confronti degli amministratori, oltre che per quelle penali di natura pecuniaria, come multe e ammende (art.6, terzo comma l. 24 novembre 1981, n.689, n.689; art. 195, ultimo comma, TUF). Sono doverose alcune osservazioni, anche in riferimento alla responsabilità solidale della società. Ciò risponde alla funzione deterrente e punitiva della sanzione, oltre che ai principi di personalità e intrasmissibilità, che possono comportare la nullità del contratto per illiceità della causa<sup>195</sup>.

La responsabilità solidale della società per illeciti degli amministratori si configura come un obbligo di pagamento con finalità di garanzia del credito dello Stato per le pene pecuniarie che gravano sui responsabili. Questo è dimostrato dal fatto che la società è legittimata -e per le sanzioni amministrative emesse dalla Consob e dalla Banca d'Italia è obbligata (artt. 187-*quinquiesdecies* ss. tuf) -ad agire in via regresso nei riguardi degli amministratori<sup>196</sup>.

La circolare n. 246/1995 dell'Isvap<sup>197</sup> conferma il fatto che non è possibile escludere l'assicurabilità dell'obbligazione solidale della società e del rischio di insolvenza degli amministratori originata dall'azione di regresso, come si apprende dall'obbligo di cui art. 195, ultimo comma TUF.

Se l'illiceità del contratto di assicurazione che copre il rischio di sanzioni amministrative deve essere connessa all'impossibilità di trasferire l'onere economico della sanzione, deve ovviamente escludersi la validità di una polizza avente ad oggetto non il solo pericolo di insolvenza degli amministratori in caso di

---

<sup>194</sup> Cfr. al riguardo anche il caso deciso da Trib. Milano, 7 febbraio 2003, cit.

<sup>195</sup> Pernini, A. (1998), p. 2002 ss.

<sup>196</sup> Art. 6, quarto comma, l. 681 /1989; Art. 195, ultimo comma, TUF.

<sup>197</sup> Secondo cui "sembrano..sussistere elementi ostativi a che l'impresa(la società) stipuli nel proprio interesse, un contratto di assicurazione credito per il caso che l'autore dell'illecito risulti insolvente, e quindi, non adempia all'obbligo di corrispondere la somma di denaro in conseguenza all'esercizio di regresso. Infatti, in tali ipotesi non si realizza la traslazione della sanzione in quanto il peso economico connesso alla sanzione amministrativa permane in capo al soggetto obbligato per legge e l'impresa altro non pone in essere se non una forma di salvaguardia per la realizzazione di un credito del quale la stessa è titolare".

regresso della società, ma l'obbligazione solidale di quest'ultima. L'azione di regresso sarebbe così subordinata a valutazioni circa i costi e i benefici operate dall'assicuratore, con il risultato che l'onere economico della sanzione rimane in capo alla società assicurativa<sup>198</sup>.

L'assicurazione sul rischio di insolvenza invece, a prescindere da un eventuale obbligo, incita la società all'azione di regresso verso i suoi amministratori, accollando all'assicuratore il rischio di un valore atteso negativo dell'azione<sup>199</sup>. L'esercizio di quest'ultima, se viene contratta una polizza per fronteggiare un'eventuale insolvenza, può ritenersi una scelta coerente con il dovere di diligenza circa la gestione della società (art. 2392 c.c.), permettendo infatti alla società di riacquistare le somme pagate a titolo di responsabilità solidale<sup>200</sup>.

Al livello operativo, l'art. 195 c.c. fa sorgere alcune perplessità nel caso in cui la società non abbia contratto una polizza come precedentemente indicato. L'azione di regresso è un obbligo della società, perciò è possibile escludere il bisogno di una consultazione assembleare circa il suo esercizio; ogni decisione in tal senso viene rimessa al consiglio di amministrazione (art. 2380-bis c.c.), costituendo un atto da loro dovuto.

L'azione di regresso a volte può costituire un costo aggiuntivo, ad esempio nel caso in cui le somme versate siano impossibili da recuperare. Gli amministratori potrebbero non detenere somme sufficienti o il patrimonio potrebbe costituirsi di beni sui quali è difficoltoso soddisfarsi. A tal proposito sorge il problema di statuire se gli amministratori possano esser liberi di evitare l'esercizio dell'azione, nel caso in cui questa sia contraria agli obblighi di diligenza.

Tra i doveri stabiliti dalla legge ex art. 195, ultimo comma TUF e l'obbligo di gestire la società con la diligenza richiesta dalla natura dall'incarico ex art. 2392, primo comma, c.c., è possibile identificare il secondo come il presupposto e la specificazione del primo. La panoramica sopra prospettata è difficilmente esaudibile: agli amministratori viene attribuita una vasta discrezionalità, che

---

<sup>198</sup> Circolare Isvap n. 246/1995, cit.

<sup>199</sup> Tina, A., (2008), p.379.

<sup>200</sup> Tina, A., (2008), p.380.

renderebbe vana la chiara e puntuale scelta del legislatore contenuta nell'art. 195, ultimo comma c.c., attribuendo di fatto la decisione finale agli amministratori<sup>201</sup>.

Si ritiene perciò che la società sia tenuta sempre all'azione di regresso, anche nel caso in cui venga giudicata ex ante come una scelta pregiudizievole e inopportuna, e che non possa avanzare verso una transazione con gli amministratori ex art. 2393, ultimo comma, c.c.; resta la possibilità per la società la prospettiva di contrarre una polizza per coprire il rischio di insolvenza degli amministratori.

Un'altra esclusione solitamente considerata nelle polizze D&O, che non è tuttavia completamente condivisibile, è quella che si riferisce ai danni derivati da operazioni di acquisizione, fusione, scissione. Queste operazioni sono solitamente escluse perché implicano rischi maggiori di responsabilità, - in termini di maggior litigiosità e di entità dei danni- e che l'assunzione di questi rischi da parte dell'impresa assicurativa non venga remunerata in modo opportuno.

In caso di operazioni straordinarie che presentino profili di invalidità, però, le azioni di responsabilità contro gli organi societari sono il solo rimedio possibile per i soci e per i terzi danneggiati. Per valorizzare l'efficacia satisfattiva del rimedio risarcitorio, al fine di reintegrare maggiormente il danneggiato, sarebbe auspicabile che la responsabilità degli amministratori per inadempimenti e/o illeciti connessi ad operazioni straordinarie, avesse una copertura assicurativa adeguata. Solo così i danneggiati avrebbero una garanzia patrimoniale solida e certa, propria nella maggior parte dei casi, soltanto dei patrimoni degli amministratori<sup>202</sup>.

### 3.8. Anticipazione e rimborso delle spese legali.

Nei casi in cui la copertura assicurativa non è (potenzialmente) prevista, la polizza comunque produce alcuni effetti. Il contratto tendenzialmente stabilisce infatti che l'assicuratore sia tenuto ad anticipare le spese di assistenza legale e le somme pagate dagli amministratori anche per quei procedimenti che non si concludono con un indennizzo nei confronti dell'assicurato. Questa può essere la situazione per la quale gli amministratori subiscono un'azione di responsabilità ex artt. 2393 ss. c.c.,

---

<sup>201</sup> Tina, A., (2009), p.381.

<sup>202</sup> Regoli., D., (2009), p.70 ss.

a causa di un presunto inadempimento doloso ai suoi incarichi; questa ipotesi è sempre esclusa da qualsiasi polizza assicurativa (art. 1900, primo comma c.c.).

Viene comunemente stabilito a tal proposito il dovere dell'assicurato di restituire le somme anticipate dall'assicuratore, quando viene accertata in via definitiva l'assenza di qualsiasi diritto agli indennizzi<sup>203</sup>.

L'anticipo delle spese legali è previsto anche in caso di procedimenti amministrativi e penali, ad eccezione di alcuni limiti di certe polizze D&O solamente a procedimenti riguardanti imputazioni colpose, e fermo restando l'eventuale richiesta di rimborso dell'assicurato, avente ad oggetto spese anche per illeciti dolosi, in caso di pronuncia di proscioglimento o assoluzione passata in giudicato<sup>204</sup>.

L'anticipazione delle spese legali in presenza di procedimenti penali o amministrativi non è in contrasto con le osservazioni precedenti circa l'impossibilità di assicurare le sanzioni penali e amministrative<sup>205</sup>.

L'anticipo non implica un trasferimento definitivo all'assicurazione delle spese legali, in quanto queste sono replicabili se gli amministratori vengono condannati definitivamente (art. 2033 c.c.). D'altro canto, non è del tutto possibile stabilire *ex ante* che la funzione afflittiva e punitiva della sanzione riguardi anche le spese sostenute per l'assistenza legale dell'amministratore. Queste, infatti, non ricoprono un ruolo necessario, ma eventuale della sanzione, e sono inoltre collegate al diritto di difesa tutelato dalla costituzione.

L'inassicurabilità delle spese legali potrebbe contrastare con l'art. 24 Cost., e incidere sull'effettività del diritto di difesa, nel caso in cui l'amministratore non abbia le risorse patrimoniali per una difesa adeguata<sup>206</sup>.

Nel contratto di assicurazione, sono solitamente incluse alcune disposizioni riguardanti la gestione delle controversie che coinvolgono gli amministratori; ciò a fronte dell'impegno dell'assicuratore di anticipare le spese legali, limitatamente alla copertura, e di indennizzare in ogni caso gli amministratori o la società, dalle spese causate da domande di risarcimento o di procedimenti in cui sono stati coinvolti.

---

<sup>203</sup> Bonelli, F., (1998), p.184 ss.

<sup>204</sup> Bishop, J.W., jr. (1998), p. 8.

<sup>205</sup> Tina, A., (2008) p. 350 ss.

<sup>206</sup> Tina, A., (2008), p. 350 ss.

La copertura, infatti, può dipendere dal dovere degli amministratori di difendersi da richieste o procedimenti, e dall'impegno di evitare di riconoscere nessuna responsabilità e di non portare a termine accordi transattivi senza il consenso dell'impresa assicurativa<sup>207</sup>. L'assicuratore può riservarsi il diritto di assumere in modo diretto, previo consulto dell'assicurato, la difesa per ogni richiesta o procedimento, o anche la facoltà di approvare la nomina dei legali scelti dalla società o dagli amministratori.

3.9. Il dovere e la facoltà della società di indennizzare gli amministratori dalle spese per l'assistenza legale; la competenza a deliberare il rimborso.

I problemi interpretativi e applicativi riguardanti la ripartizione tra società e amministratori delle spese legali a carico di quest'ultimi durante azioni di responsabilità e procedimenti penali e amministrativi in cui sono coinvolti gli amministratori esercitando le proprie funzioni, sono stati superati in parte grazie alle previsioni, appena trattate, delle polizze D&O riguardanti l'anticipo e il rimborso delle spese legali.

È possibile giungere a considerazioni simili circa l'estensione agli amministratori, previa delibera assembleare, delle previsioni dei CCNL dirigenti, per le quali ogni "responsabilità civile verso terzi per fatti commessi.. nell'esercizio delle proprie funzioni" (art. 2395 c.c.) e "ogni spesa per tutti i gradi di giudizio" anche durante processi penali che coinvolgono dirigenti (amministratori) "per fatti che siano direttamente connessi all'esercizio delle funzioni" loro attribuite sono a carico della società, a meno che non venga riconosciuta la responsabilità dei dirigenti (amministratori) per dolo o per colpa grave con sentenza passata in giudicato<sup>208</sup>.

La determinazione dei limiti e dei confini all'interno dei quali la società ha il dovere, o la facoltà, di mantenere indenni gli amministratori dalle spese di assistenza legale sostenute a causa del loro ruolo è ancora incerta, indipendentemente dalla stipulazione di una polizza D&O e dall'applicazione nei confronti degli amministratori delle società delle disposizioni dei CCNL dirigenti.

---

<sup>207</sup> Bishop, J.W., jr. (1998), p. 57.

<sup>208</sup> Art. 15, primo, quarto, settimo comma, CCNL dirigenti aziende industriali, cit.

Nonostante la società abbia contratto una polizza, o abbia esteso le previsioni del CCNL, è necessario accertare sia se il rimborso agli amministratori delle spese sia identificabile come un dovere ex lege o (esclusivamente) un atto di volontà posto in essere dalla società; sia se sussistano ancora spazi per un indennizzo obbligatorio o facoltativo degli amministratori, al di fuori delle ipotesi considerate espressamente dalle polizze D&O e dai CCNL dirigenti.

Dottrina e giurisprudenza concordano nel ritenere applicabile al caso analizzato le disposizioni dell'art. 1720, secondo comma, c.c.

Questo stabilisce che il mandante deve "risarcire i danni che il mandatario ha subito a causa dell'incarico". Questi danni, considerando l'accezione più ampia di perdita economica, si estendono ad ogni costo o spesa sostenuti dal mandante a causa del suo incarico.

L'art. 1720 c.c. si rivela essere un'espressione del principio generale di "rimborsabilità delle spese, o comunque di ristoro delle perdite sopportate nella gestione di interessi altrui", indipendentemente da ogni problema circa l'interpretazione e l'applicazione dell'art. 1720, secondo comma, c.c., dettato in materia di mandato al rapporto tra amministratori e società. L'art. 1720 c.c. è applicabile, quindi, in tutti i casi in cui un soggetto agisce per conto e per rischio altrui<sup>209</sup>.

Se non ci sono dubbi inerenti al dovere della società di mantenere indenni gli amministratori dalle spese sostenute in connessione e in ragione dell'esercizio delle proprie funzioni, sussistono invece incertezze circa la corretta individuazione dei confini di suddetto dovere.

Nonostante abbia ammesso l'applicabilità dell'art. 1720 c.c., come norma generale, anche nei rapporti di amministrazione, la Corte di Cassazione ha infatti escluso basandosi su un ragionamento che sembrerebbe riferirsi anche al processo civile<sup>210</sup>- il diritto al rimborso delle spese legali all'amministratore, sopportate durante un processo penale. Ciò sia quando l'amministratore venga condannato definitivamente, sia quando invece venga prosciolto da ogni accusa; in entrambi i

---

<sup>209</sup> Cass., 14 dicembre 1994, n. 10680, cit. App. Milano, 13 marzo 2001, cit.

<sup>210</sup> Ponti, L., (1999), p. 142.

casi mancherebbe il nesso causale tra il corretto esercizio delle proprie funzioni e le spese sostenute<sup>211</sup>.

Le conclusioni a cui sono giunti i giudici di legittimità non risultano condivisibili. Secondo autorevole dottrina, non è possibile sostenere che l'intervento di una terza persona, privata o pubblica<sup>212</sup>, sia di per sé solamente sufficiente a rompere il nesso causale tra le spese sostenute e l'attività gestoria degli amministratori; d'altra parte, una tale soluzione appare basarsi sull'errato presupposto per il quale il rispetto dei doveri da parte degli amministratori esclude a priori " il rischio di un qualunque- quand'anche avvenuta- iniziativa giudiziaria nei confronti dell'amministratore", negando così il dato reale secondo il quale la partecipazione ad un processo, anche penale, fa parte dei tipici rischi propri di un'attività d'impresa e sostenuti dagli amministratori di una società<sup>213</sup>.

Una volta chiarito ciò, in conformità da quanto viene sancito nell'art. 1720 c.c., il diritto degli amministratori ad ottenere il rimborso delle spese, di qualsiasi tipo, sopportate nell'esercizio delle proprie funzioni, si considera subordinato sia alla sussistenza di un nesso di causalità immediata tra l'incarico ottenuto e le spese sostenute<sup>214</sup>, sia al corretto adempimento dei doveri propri degli amministratori verso la società (art. 2392 c.c.), considerato che una esecuzione dell'incarico negligente esula dai limiti del mandato conferito<sup>215</sup>.

In particolare, considerando i procedimenti penali- e con i dovuti adattamenti del caso, anche amministrativi- è possibile ritenere, da un lato, che il giudizio di condanna non comprenda generalmente che le spese di assistenza legale possano essere riferite al giusto adempimento dei doveri propri degli amministratori, e quindi accolte alla società. La Corte di Cassazione ha confermato che "la

---

<sup>211</sup> Cass., 14 dicembre 1994, cit.

<sup>212</sup> Franzoni, M., (2002), p. 116.

<sup>213</sup> In senso conforme depongono le previsioni dell'art. 2409, ultimo comma, c.c., che confermano come la proposizione di un'azione da parte del pubblico ministero nei confronti degli amministratori sia perfettamente compatibile con l'assegnazione delle relative spese a carico della società (cfr. anche Bonafini, A.L., (2002), p.319.ss.; nonché App. Milano, 13 marzo 2001, cit.)

<sup>214</sup> Nesso che può essere escluso quando l'atto compiuto è estraneo ai compiti istituzionalmente affidati agli amministratori, nel caso in cui per esempio l'atto trascenda completamente dai limiti dell'oggetto sociale.

<sup>215</sup> Santagata, C. (1985), p. 448.

commissione di un reato non può rientrare nei limiti di un mandato validamente conferito”<sup>216</sup>.

D’altro canto, il proscioglimento degli amministratori non comporta in automatico il diritto al rimborso delle spese legali ex. Art. 1720, secondo comma, c.c.<sup>217</sup>.

Al di fuori dei casi in cui l’amministratore viene assolto “perché il fatto non sussiste” o perché “l’imputato non lo ha commesso” - ipotesi nelle quali viene completamente esclusa la realizzazione ad opera degli amministratori degli atti loro imputati e quindi, l’erroneo esercizio dell’incarico ricevuto, che sarebbe riconducibile a questi atti- la sentenza di assoluzione sulla base delle possibili formule alternative previste dall’art. 530 c.p.p. non consente di escludere infatti un giudizio negativo , al livello civilistico, circa il giusto adempimento degli amministratori dei doveri sanciti dall’art. 2392 c.c.<sup>218</sup>. Rimane quindi possibile che in sede di giudizio civile- promosso anche dallo stesso amministratore a causa del rifiuto della società di procedere al rimborso domandato- venga accertata la responsabilità degli amministratori, e quindi negato qualsiasi diritto al rimborso delle spese sopportate, anche in sede penale.

Nell’ambito dei procedimenti civili, la questione è in parte semplificata dalla disciplina della sopportazione delle spese legali, contenuta nell’art. 91, primo comma, c.p.c.

Nel caso in cui, durante un’azione di responsabilità attivata ai sensi dell’art. 2395 c.c.<sup>219</sup>, non si rinviene una responsabilità degli amministratori, le spese per l’assistenza legale sostenute dagli amministratori, sono destinate a gravare sul soccombente.

La questione resta aperta nei casi in cui la parte soccombente sia insolvente; il giudice può decidere di compensare in tutto o in parte le spese di giudizio secondo quanto sancito dall’art. 92, secondo comma c.p.c, oppure di liquidare le spese in

---

<sup>216</sup> Cass., 14 dicembre 1994, n. 10680, cit.

<sup>217</sup> Franzioni, M., (2002), p. 116.

<sup>218</sup> Tina, A., (2008), p 392.

<sup>219</sup> In astratto, il problema può porsi anche in riferimento all’azione di responsabilità prevista dagli artt. 2394 e 2394-bis. È tuttavia chiaro che in concreto il problema ha in realtà un rilievo ridotto, visto il presupposto oggettivo dell’insufficienza patrimoniale della società a soddisfare i propri creditori. In ogni caso, possono ripetersi le stesse considerazioni svolte nel testo per quanto concerne l’azione di responsabilità ex art. 2395 c.c.

misura differente da quelle sostenute realmente; un altro caso è quando venga riconosciuta la responsabilità degli amministratori verso il terzo o il singolo.

In queste ipotesi non è possibile riconoscere a priori il diritto degli amministratori al rimborso spese ex art. 1720, primo comma, c.c. da parte della società quando non viene accertata la loro responsabilità ex art. 2395 c.c., e invece negarlo in caso contrario.

Le responsabilità degli amministratori, nonostante possano sovrapporsi, non coincidono. Si può verificare infatti che ad un giudizio di responsabilità ex art. 2395 c.c. non sia connessa una responsabilità verso la società- nel caso in cui ad esempio secondo un giudizio ex ante, dall'operazione svolta poteva aspettarsi ragionevolmente un vantaggio per la società- e viceversa.

Durante l'adempimento di un'obbligazione generica, come quella di gestire diligentemente la società- la prevedibilità di un danno o di un vantaggio per la società come conseguenza dell'azione, è propria del concetto di inadempimento, o adempimento, e quindi integra la violazione o il rispetto dei doveri.

A prescindere dal giudizio di responsabilità, quindi, anche in questa circostanza può costituire oggetto di giudizio civile il diritto al rimborso delle spese legali.

Per quanto concerne il procedimento di controllo giudiziario disciplinato dall'art. 2409 c.c.- a prescindere dall'applicazione del principio di soccombenza ribadita anche dalla giurisprudenza<sup>220</sup>- si può ritenere che il diritto degli amministratori ad ottenere l'indennizzo dalla società delle spese legali, sussista in ogni caso quando la denuncia avanzata verso di loro resta disattesa<sup>221</sup>; si può invece escludere questo diritto nel caso in cui le gravi irregolarità che sono state denunciate, vengano accertate.

Al di fuori di queste circostanze, in cui è possibile rinvenire un diritto degli amministratori ad ottenere un indennizzo dalle spese sostenute, non è possibile escludere che la società possa in ogni caso procedere a questo rimborso- o obbligarsi in questo senso<sup>222</sup>- anche nel caso in cui non ne è tenuta ex lege<sup>223</sup>.

---

<sup>220</sup> Cass., 8 maggio 2001, n. 6265, in Foro.it., 2002, I, c.830; Cass., 5 luglio 2002, n. 9828, *ivi*, 2003, I, c. 533; Trib Roma 6 luglio 2004, in *Giur merito*, 2005, i, p. 312.

<sup>221</sup> App. Milano 13 marzo 2001, *cit*.

<sup>222</sup> Cfr. al riguardo i CCNL dirigenti già citati.

<sup>223</sup> Bonafini, A.L., (2005), p.319.

Come già chiarito, da un lato è nell'interesse legittimo della società (art. 1322 c.c.) attribuite idonee ed adeguate garanzie agli amministratori anche da questo punto di vista; d'altro canto, il rimborso ottenuto si rileva essere un vantaggio economico per gli amministratori, un tipo di compensazione indiretta (fringe benefit), su cui la società esercita un potere discrezionale (art. 2364, n.3, 2364-bis, n. 2, 2389, 2409-terdecies, primo comma, a) c.c.).

La società, quindi, può spontaneamente rimborsare le spese di assistenza legale agli amministratori, solo per effetto di una decisione dell'organo competente di volta in volta nella determinazione del compenso agli amministratori; diversamente dall'ipotesi in cui sussista, al contrario, un dovere in questo senso della società, poiché ogni relativa decisione rientra nella competenza del consiglio di amministrazione (art. 2380-bis c.c.), rappresentando il rimborso, un atto dovuto della società.

## *Conclusioni.*

A conclusione di questo elaborato, è doveroso evidenziare come il contesto giuridico in cui operano attualmente gli organi gestori è sempre più globalizzato, rischioso e complesso. Il mercato assicurativo risponde a determinate esigenze offrendo coperture adeguate a suddetti soggetti, al fine di tutelarli in caso di azioni di responsabilità.

Si è visto, infatti, che sono numerose le cause che hanno portato all'aumento dell'esposizione dei vertici aziendali a tali azioni. Alcune tendenze sono riconducibili a fenomeni globali, quali la diffusione del *litigation funding*; a livello nazionale invece, il principale movente è stato la Riforma del diritto societario del 2003.

Il *litigation funding*, *in primis*, alimenta le *class actions* sugli strumenti finanziari, che si stanno diffondendo a causa della combinazione di scandali finanziari e riforme legislative. Queste rappresentano un rischio molto significativo per i dirigenti, che si ritrovano a dover sopportare una notevole esposizione a danni economici e reputazionali, a causa di controversie di così larga scala. Grazie al *litigation funding*, gli ostacoli per proporre tali reclami si sono abbassati.

Il finanziamento del contenzioso è stato citato anche in una recente riforma promossa dal legislatore europeo, in tema di risarcimento del danno antitrust. Il “*private enforcement antitrust*”, infatti, consente ai privati di adire l'autorità giudiziaria in caso di condotte *contra legem* poste in essere dalle società, consentendo espressamente di avvalersi di finanziamenti di terze entità.

In Italia, la Riforma del 2003 costituisce la causa di esposizione ad azioni di responsabilità indubbiamente più sentita. Per questo motivo si sono rivelate necessarie una serie di riflessioni al livello giuridico ed economico, al fine di rispondere al meglio a queste nuove esigenze.

Inizialmente ostacolate da alcune dibattiti dottrinali circa la sua liceità, le polizze D&O, si stanno diffondendo anche nel nostro paese. Doverose sono state alcune considerazioni al riguardo, quali ad esempio l'identificazione dell'organo competente a deliberarne l'uso. Nonostante un primo orientamento si sia espresso a favore della natura non retributiva della polizza, si è giunti a conclusione che la

decisione circa la loro stipula spettasse all'organo di volta in volta competente alla determinazione del compenso degli amministratori. Ne consegue, quindi, che in via generale è competente l'assemblea dei soci; per le società che adottano un sistema dualistico, invece, è il consiglio di sorveglianza, salvo che lo statuto non disponga diversamente.

Risolti i problemi circa la liceità e la competenza, la trattazione si è concentrata sull'analisi della struttura delle polizze, sui limiti temporali delle stesse- regolate su base *claims made*-, e sull'influenza esercitata dal principio della responsabilità solidale degli amministratori, che ha portato alla diffusione delle polizze c.d. "globali", stipulate dalla società e applicabili indistintamente a tutti i vertici aziendali. La ricerca al riguardo si è conclusa con la trattazione dei limiti della copertura assicurativa, che viene esclusa di alcune circostanze.

Le questioni affrontate si sono rivelate necessarie, considerata la maggior esposizione a rischi di responsabilità di amministratori, sindaci e dirigenti. I rischi in questione sono definiti in via generale "puri", esclusivamente negativi poiché idonei a produrre solo perdite e costi, a differenza di quelli "speculativi". Per questo motivo l'approccio assicurativo è quello verosimilmente più adatto all'analisi e al fronteggiamento dei rischi puri, che difficilmente vengono assunti dalla società.

La fase fondamentale nel processo di *pure risk management*, infatti, oltre all'identificazione dei rischi, è quella finalizzata alla ricerca di una combinazione ottimale tra ritenzione e assicurazione, a seconda dei costi delle stesse. L'analisi del processo di gestione del rischio puro ha avuto quindi come scopo sottolineare la centralità dello strumento assicurativo in risposta a determinati rischi- come quelli di responsabilità civile- che non possono essere altro che fronteggiati attraverso idonei prodotti forniti dal mercato assicurativo.



## *Bibliografia.*

Alles, M., Datar, S., Friedland, J., (2006), "*Governance-Linked D&O: Market-based governance: Leveraging D&O insurance to drive corporate governance*", in *International journal of disclosure and governance*, vol. 3, no. 2.

Allianz Global Corporate & Speciality (AGCS), (2016), Report of "*D&O Insurance Insights. Management liability today: What executives need to know.*"

Disponibile su:

<https://www.agcs.allianz.com/content/dam/onemarketing/agcs/agcs/reports/AGCS-DO-Insurance-Guide.pdf>

Allianz Global Corporate & Specialty (AGCS), (2020), Report of "*Directors and Officers Insurance Insights 2020*". Disponibile su:

<https://www.agcs.allianz.com/news-and-insights/reports/directors-and-officers-insurance-insights-2020.html>

Allianz Global Corporate & Specialty (AGCS), Clyde & Co, (2020), Report of "*Collective actions and litigation funding: A global snapshot*". Disponibile su:

<https://www.agcs.allianz.com/content/dam/onemarketing/agcs/agcs/reports/AGCS-Collective-Actions-Litigation-Funding.pdf>

Aon, (2019), “*Quarterly D&O Pricing Index*” – 2nd Quarter, p. 10. Disponibile su: <https://www.aon.com/getmedia/6ec1105c-7d2a-40f0-ae97-9b912a3891d6/Aon-2019-Q2-DO-Pricing-Index.aspx>

App. Milano, 13 marzo 2001.

Arecco, M., (2007), “*Le Soluzioni assicurative a tutela del dirigente preposto*”, relazione tenuta al convegno *Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari. La legge 262/05 e le novità introdotte dal Decreto Pinza*, Milano, 9 Maggio 2007.

Bagnoli, R., (2005), “*Cos'è il manager è assicurato*”, in *Giornale delle assicurazioni*.

Banks E., (2004), “*Alternative risk transfer: integrated risk management through insurance, reinsurance, and the capital markets.*”, Willey, Hoboken, NJ; Chichester, England;.

Barrett, P., (2017), “*The Business of Litigation Finance Is Booming.*” Bloomberg Businessweek, 30 maggio. Disponibile su: [www.bloomberg.com/news/articles/2017-05-30/the-business-of-litigation-finance-is-booming](http://www.bloomberg.com/news/articles/2017-05-30/the-business-of-litigation-finance-is-booming) .

Berard, C., Teyssier, C., (2017), “*Risk management: lever for SME development and stakeholder value creation*”, ISTE Ltd, Hoboken, New Jersey; London, England.

Bishop, J.W. Jr, (1998), “*The law of corporate officers and directors*”, VII, West Group.

Blackstone, W., (1765-1770.), “*Commentaries on the Laws of England, Oxford: Clarendon Press.*”, Libro IV, cap. 10, par.11.

Bonafini, A.L., (2005), “*I compensi degli amministratori di società per azioni*”, Giuffrè, in *quad. giuri. comm.*

Bonelli, F., (1992), “*La responsabilità degli amministratori di società per azioni*”, in *quad. giuri. comm.*, Giuffrè.

Bonelli, F., (1998), “*L’art. 129 Legge Draghi: l’azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza dei soci e l’assicurazione contro i rischi incorsi nella gestione*”, in *La riforma delle società quotate*, a cura di Bonelli e altri, Milano.

Borsa Italiana S.p.A., (2018). *Codice di Autodisciplina*. Disponibile su:  
<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/codice2018clean.pdf>

Braunschweiler, H., (1978), “*Security as a Service*”, The Geneva Papers Risk and Insurance, N.7.

Buckley, F. (Ed.), (1999), “*The Fall and Rise of Freedom of Contract.*”, Durham; London: Duke University Press.

Cabras, G., (2002), “*La responsabilità per l’amministrazione delle società di capitali*”, UTET.

Camera Arbitrale di Milano (2019). Regolamento Arbitrale. Disponibile su:  
<https://www.camera-arbitrale.it/upload/documenti/arbitrato/2019%20regolamento%20arbitrale.pdf> .

Campobasso, G.F. (2014), “*Diritto commerciale*”, Vol 3., *Contratti, titoli di credito, procedure concorsuali*, UTET giuridica.

Candian, A.D., (1993), “*Responsabilità civile e assicurazione*”, EGEA, Milano.

Cantobelli, G., (2020) “*The third party litigation funding. Il finanziamento del contenzioso civile. Cenni storici, aspetti pratici, criticità e prospettive di sviluppo.*” Altalex, 8 Novembre. Disponibile su:  
<https://www.altalex.com/documents/news/2020/11/08/third-party-litigation-funding>

Casella, M., Ruozi, R., (1997), “*L’amministratore di società*”, EGEA.

Cass., 15 marzo 2005, n.5624, in *Giur. It.*, 2006.

Cass., 21 novembre 1988, n. 6267.

Cass., 5 luglio 2002, n. 9828, *ivi*, 2003, I, c. 533.

Cass., 7 novembre 1991, n. 11877.

Cass., 8 maggio 2001, n. 6265, in *Foro.it.*, 2002, I, c.830.

Cass., 8 marzo 1980, n. 1543.

Cass., 14 dicembre 1994, n. 10680.

Chapman, R.J., (2012), “*Simple Tools and Techniques for Enterprise Risk Management*”, John Wiley & Sons, Incorporated, Hoboken.

Chen, W. author., (2017), “*A Comparative Study of Funding Shareholder Litigation.*”, 1<sup>st</sup> 2017. Edn, Singapore: Springer Singapore.

Chiappetta, F., (2017), “*Diritto del governo societario*”, Quarta edn, Wolters Kluwer, Assago.

Circolare Isvap 22 maggio 1995, n. 246, “*Inassicurabilità del pregiudizio economico connesso all’applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie.*”.

Disponibile su: <https://dati.digitars.it/dWebsite/26/641/Documento%20ISVAP.pdf>

Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio e al Comitato economico e sociale, Brussels, 11.4.2018. COM (2018)183 final, “*Un nuovo accordo per i consumatori*”. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0183&from=EN>

Comunicazione della Commissione Europea al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. COM (2013) 401 final. (2014/C 170/11) “*Verso un quadro orizzontale europeo per i ricorsi collettivi.*”. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52013DC0401>

Conforti, C. (2012), “*La responsabilità civile degli amministratori di società per azioni*”, Giuffrè, Milano.

Cooter, R., Ulen, T., (2016), “*Law & Economics*”, Berkeley Law Books, 6th edition.

D. Lgs. 24 febbraio 1998, n.58. “*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*”. Aggiornato con le modifiche apportate dalla L. n. 178 del 30.12.2020 e dal D.lgs. n. 17 del 2.2.2021. Disponibile su:

[https://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58\\_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88](https://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88) .

D. Lgs. 30 Giugno 2003, n. 196. *Codice in materia di protezione dei dati personali*, integrato con le modifiche introdotte dal D. Lgs. 10 agosto 2018, n. 101, recante “*Disposizioni per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 aprile 2016, relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati e che abroga la direttiva 95/46/CE (regolamento generale sulla protezione dei dati)*” in G.U. 4 settembre 2018 n.205. Disponibile su:

<https://www.garanteprivacy.it/documents/10160/0/Codice+in+materia+di+protezione+dei+dati+personali+%28Testo+coordinato%29> .

D. Lgs. 8 giugno 2001, n. 231. “*Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'art. 11 della legge 29 settembre 2000, n.300.*”

G.U., Serie Generale n.140 del 19.06.2001. Disponibile su:

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2001/06/19/001G0293/sg>

Dailey, J.A., Marder, N. R., Akin Gump Strauss Hauer & Feld LLP, (2018), “*The rise in event-driven securities litigation – Why it matters to directors and officers*”, Willis Towers Watson, Novembre, pp. 2-3. Disponibile su:

<https://www.akingump.com/a/web/99361/aokuj/the-rise-in-event-driven-securities-litigation-why-it-matters-to.pdf>

De Luca, N., (2004), “*Tipologie principali di assicurazioni della responsabilità civile*”, in *Responsabilità e assicurazione*, a cura di Cavallo Borgia, in Trattato della Responsabilità Civile, a cura di Franzoni, Milano.

De Strobel, D., (2007), “*Claims made e rischio putativo*”, in *Dir. ec. ass.*

De Strobel, D., Strobel, D.d. & Ogliari, V., (2008), “*L'assicurazione di responsabilità civile e il nuovo Codice delle assicurazioni private.*”, Sesta edn, Giuffrè, Milano.

Denozza, F., (1978), “*Contratto e impresa nell'assicurazione a premio*”. Milano, Giuffrè, in *quad. giur. comm.*

Donati, A., Volpe Putzolu, G. (2019), “*Manuale di diritto delle assicurazioni.*”, Dodicesima edizione aggiornata. Milano: Giuffrè Francis Lefebvre.

Enriques L, Pomelli A, (2005), “*Sub art. 2391, Il nuovo diritto delle società*”, a cura di A.M. Maffei Alberti, I (artt. 2325-2396), Padova.

Faure, M.G., Visscher, L.T., (2011), “*The Role of Experts in Assessing Damages - A Law and Economics European Journal of Risk Regulation*”, Vol. 3.

Finizio, M., (2019), “*Litigation funding, anche in Italia la controversia trova investitori*”. Il Sole 24 Ore, 8 Novembre. Disponibile su:

<https://www.ilsole24ore.com/art/litigation-funding-anche-italia-controversia-trova-investitori-ACQ72Iv#>

Finizio, M., (2020), “*La crisi da coronavirus rilancia la corsa al litigation funding in Italia*”. Il Sole 24 ore, 30 giugno. Disponibile su:

<https://www.ilsole24ore.com/art/la-crisi-coronavirus-rilancia-corsa-litigation-funding-italia-ADjDFma> .

Fiori, G., Tiscini, R., (2020), “*Economia aziendale*”, Terza edn, Egea, Milano.

Floreni, A., (2004)., “*Enterprise risk management: I rischi aziendali e il processo di risk management.*”, EDUCatt., Milano.

Franzoni, M., (2002), “*Gli amministratori e i sindaci*”, in *Le società*, UTET.

Gaia, M., (2019), “*Sale la febbre per il TPF, ma in Italia siamo agli albori.*”

Disponibile su: <https://www.lcalex.it/wp-content/uploads/2019/10/estratto-da-MAG-ottobre-2019-Litigation.pdf> .

Galanter, M., (1992), “*Law Abounding: Legalization Around the North Atlantic*”,

Modern Law Review, Vol.55, N. 1.

Galgano, F., (1998), “*Le società per azioni.*” II ed., Padova.

Gambino, A., (1994), “*La valutazione del rischio di responsabilità civile di amministratori sindacie manager, nelle società per azioni.*” In *Assicurazioni.*

Gambino, A., Santosuosso, D.U., (2014), “*Società di capitali*”, 4.th edn, G. Giappichelli, Torino.

Gambino, A., Santosuosso, D.U., Delli Priscoli, L., Di Brina, L., Russo, C. & Priscoli, L.D., (2006), “*Fondamenti di diritto commerciale*”, G. Giappichelli, Torino.

Gennaioli, N., Shleifer, A. (2007), “*The Evolution of Common law*’ in *Journal of Political Economy.*”, Vol, 115, N. 1.

Green, P. E. J., (2015), “*Enterprise risk management: a common framework for the entire organization*” /. [Online]. Amsterdam, [Netherlands]: Butterworth-Heinemann.

Hogan Lovells, (2014) “*Global Currents: Trends in Complex Cross-Border Disputes*”. Disponibile su: [www.hoganlovells.com/en/events/global-currents-trends-in-complex-cross-border-disputes](http://www.hoganlovells.com/en/events/global-currents-trends-in-complex-cross-border-disputes) .

Holderness, C.G., (1990), “*Liability insurers as corporate monitors*”, in *International Review of Law and Economics*, Vol. 10, Issue 2.

Hopkin, P., (2018), “*Fundamentals of risk management: understanding, evaluating and implementing effective risk management*”, London; New York, NY; New Delhi, India: Kogan Page.

Joana Setzer, J., Byrnes, R., (2019), “*Global trends in climate change litigation: 2019 snapshot*”. LSE, Grantham Research Institute et. al., Luglio, p. 4ss.

Disponibile su: [https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2019/07/GRI\\_Global-trends-in-climate-change-litigation-2019-snapshot-2.pdf](https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2019/07/GRI_Global-trends-in-climate-change-litigation-2019-snapshot-2.pdf).

Lam, J., (2014), “*Enterprise risk management: from incentives to controls*”, 2nd; Second; edn, Wiley, Somerset.

Lemerle, M., (2019), “*Global Insolvencies Outlook 2019: The collateral damage of too-low growth and tightening financial condition*”, Euler Hermes, Gennaio.

Disponibile su:

[https://www.eulerhermes.com/content/dam/onemarketing/ehndbx/eulerhermes\\_com/en\\_gl/erd/publications/pdf/Global-Insolvencies-Jan19.pdf](https://www.eulerhermes.com/content/dam/onemarketing/ehndbx/eulerhermes_com/en_gl/erd/publications/pdf/Global-Insolvencies-Jan19.pdf)

Liburdi, D., (2003), “*Le interpretazioni innovative dell’agenzia delle entrate*”, in *corr. giur.*

Louw, J.M., McNaught, I., (2020), “*Coronavirus and D&O insurance policies- will we see an increase in claims?*”. Collyer Bristow, 4 Giugno. Disponibile su:

<https://collyerbristow.com/shorter-reads/coronavirus-and-do-insurance-policies-will-we-see-an-increase-in-claims/>

Lucarelli, C., Alemanni, B., Brighetti, G., (2012), “*Decisioni di investimento, assicurative e previdenziali: Tra finanza e psicologia*”, Società editrice Il Mulino Spa, Bologna.

Marotta, V., (2006), “*Una nota sui causarum concinnatores nel de officio proconsulis ulpiano*”, Rivista Storica dell’Antichità, Vol 36, pp. 87-114.

Millman, J.L., (2016), “*Structuring a Legal Claims Market to Optimize Deterrence*”, New York University Law Review, Vol 91.

Molot, J.M., (2009), “*A Market in Litigation Risk*”, University of Chicago Law Review, Vol 76, Issue 1.

Molot, J.T., (2010), “*Litigation Finance: A Market Solution to a Procedural Problem*”, Georgetown Law Journal, Vol 99, 65.

Nizzola, M., (2015), “*Scelte strategiche e rischio d’impresa*”, Fisco e Tasse.

OmniBridgeway, (2020), “*Investment Portfolio Report.*”, ASX Announcement, 30 Aprile, p. 6 ss. Disponibile su: [https://omnibridgeway.com/docs/default-source/investors/asx-announcements/108-b-investment-portfolio-report-at-31-march-2020.pdf?sfvrsn=4fe6f8d3\\_0](https://omnibridgeway.com/docs/default-source/investors/asx-announcements/108-b-investment-portfolio-report-at-31-march-2020.pdf?sfvrsn=4fe6f8d3_0)

Organisation for Economic Co-operation and Development, author.,  
(2014), “*Corporate governance: risk management and corporate governance*”,  
Paris, France: OECD Publishing.

Page, M., (2019), “*TransRe’s McKeon warns of \$3bn-\$5bn D&O reserve hole*”,  
Insurance Insider, 21 Marzo.

Pernini, A., “*Il nuovo sistema sanzionatorio tributario: considerazioni di un  
penalista*”, in *Dir. Prat. Trib.*, I.

Persona Digital Telephony Ltd & anor v. Minister for Public Enterprise & Others  
[2016] IEHC 187 (2016).

Pompella, M., Boido, C., (2014), “*Il trasferimento alternativo dei rischi e la  
finanza strutturata di parte assicurativa*”, McGraw-Hill Education, Milano [etc.].

Ponti, L., (1999), “*Le responsabilità sociali per i reati degli amministratori. La  
gestione dei fondi sociali occulti*”, Giuffrè.

PricewaterhouseCoopers, (2013), “*Corporate Choices in International Arbitration  
Industry Perspective*”, International Arbitration Survey, p. 19. Disponibile su:  
[www.pwc.com/gx/en/arbitration-dispute-resolution/assets/pwc-international-  
arbitration-study.pdf](http://www.pwc.com/gx/en/arbitration-dispute-resolution/assets/pwc-international-arbitration-study.pdf)

Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio sulle azioni rappresentative di interessi collettivi dei consumatori e che abroga la Direttiva 2009/22/EC. COM/201870184 final- 2018/089 (COD). Disponibile su:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX:52018PC0184>

Raccomandazione della Commissione Europea (2013/396/UE). 11 Giugno 2013.

*“Principi comuni per i meccanismo di ricorso collettivo di natura inibitoria e risarcitoria negli Stati membri che riguardano violazioni di diritti conferiti dalle norme dell’Unione.”*. Disponibile su: [https://eur-lex.europa.eu/legal-](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013H0396&from=EN)

[content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013H0396&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013H0396&from=EN)

Regolamento Emittenti adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999.,

Allegato 3 “Informazione societaria”. Aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 21623 del 10 dicembre 2020. A cura delle Divisione Tutela del

Consumatore Ufficio Relazioni con il Pubblico. Disponibile su:

[https://www.consob.it/documents/46180/46181/all3\\_reg\\_1999\\_11971.pdf/4ed4e900-318c-4332-9b29-f06e12ff7a67](https://www.consob.it/documents/46180/46181/all3_reg_1999_11971.pdf/4ed4e900-318c-4332-9b29-f06e12ff7a67)

Regoli, D., (2009), *“Le polizze assicurative professionali: nuovi profili”*. In *Responsabilità societarie e assicurazione. Amministratori, sindaci e revisori*, a cura di Montalenti, in *quad. giur. comm.*, Giuffrè, Milano.

Reiser, J.G, Toll, S.J., (2019), *“Event-driven litigation defense”*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 23 Maggio.

Disponibile su: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/05/23/event-driven-litigation-defense/>

Ricardo, D., (1817) “*On the Principles of Political Economy and Taxation*”, London: Murray.

Sabbattini, R., (2004), “*Italia Paese a basso rischio*”, in *Il Sole 24-Ore* del 24 Marzo.

Santagata, C., (1985), “*Del mandato. Disposizioni generali di Carlo Santagata*”, Zanichelli.

Sawyer, M., Boehmke, L.S., Ludewig, N.R., Sullivan & Cromwell LLP, (2018), “*Review and Analysis of 2018 US Shareholder Activism*”, Harvard Law School, 5 Aprile. Disponibile su: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/04/05/review-and-analysis-of-2018-u-s-shareholder-activism/>

Schaeffer, P.H., Golden, J.B., (2011), “*Comments of the American Tort Reform Association Concerning Alternative Litigation Financing*”. American Tort Reform Association, 7 Marzo, pp. 2-5. Disponibile su: [https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/ethics\\_2020/ethics\\_20\\_20\\_comments/americanortreformassociation\\_alfissuespaper.authcheckdam.pdf](https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/ethics_2020/ethics_20_20_comments/americanortreformassociation_alfissuespaper.authcheckdam.pdf)

Schreiber, T., Smith, M., (2014), “*The case for bundling antitrust damage claims by assignment*”, *Concurrences*, N. 3.

Selleri, L., (2014), “*L'impresa e il rischio*”, EDUCatt. Disponibile su:  
<https://www.perlego.com/book/1084823/limpresa-e-il-rischio-pdf>

Shelton, D.L., (2009), “*Soft Law*”, in D. Armstrong (ed.), *Routledge Handbook of International Law*.

Smith, A., (1776), “*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*”, London: Cannan.

Solas, G. M., (2019), “*A Historical Overview,*” in *Third Party Funding: Law, Economics and Policy.*”, Cambridge: Cambridge University Press.

Solas, G. M., (2019), “*Regulation of TPF and Other Policy Issues,*” in *Third Party Funding: Law, Economics and Policy.* Cambridge: Cambridge University Press.

Solas, G. M., (2019), “*Social Impact of TPF,*” in *Third Party Funding: Law, Economics and Policy.* Cambridge: Cambridge University Press.

Solas, G.M., (2016), “*Alternative Litigation Funding: A Comparative Overview and the Italian perspective*”, *European Review of Private Law*, Vol 24, Issue 2.

Stanford Law School, Cornerstone Research, (2018), “*Securities Class Action Filings: 2018 Year in Review.*”, p. 16 ss. Disponibile su:

<https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Securities-Class-Action-Filings-2018-Year-in-Review>

Stanford Law School, Cornerstone Research, (2019), “*Securities Class Action Settlements – 2019 Midyear Assessment.*”. Disponibile su:

<https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Securities-Class-Action-Filings-2019-Midyear-Assessment>

Stanford Law School, Cornerstone Research, (2019), “*Securities class Action filings: 2019 year in Review.*” Disponibile su:

<https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Securities-Class-Action-Filings-2019-Year-in-Review>

Steinitz, M., (2012), “*The Litigation Finance Contract*”, William & Mary Law Review, Vol. 54, Issue 2, Article 4.

Stigler, G.J., (1970), “*The Optimum Enforcement of Laws*”, Journal of Political Economy, Vol 78, N. 3.

Syed,A., (2017), “*Access to Justice: Litigation Financing and the New Developments*”, International Academic Journal of Accounting and Financial Management, Vol. 4, N. 1.

Tarzia, G. (1980), Irti,N. (1979), “*L’età della decodificazione*”, Milano: Giuffrè.  
(Book Review). Rivista di diritto processuale, Vol 35.

Themsen, T., N., Skærbæk, P., (2018), “*The performativity of risk management frameworks and technologies: The translation of uncertainties into pure and impure risks*”, accounting, organizations and society, Vol 67.

Tina, A., (2008), “*L’esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*”, Giuffrè, Milano.

Tombari, U., (1999), “*L’assicurazione della responsabilità civile degli amministratori di società per azioni*”. In *Banca, borsa, tit. cred.*

Trib. Milano, 5 luglio 2006, in *Società*.

Trib. Milano, 7 febbraio 2003.

Trib. Padova, 9 febbraio 2002, (ordinanza).

Trib. Roma 6 luglio 2004, in *Giur merito*, 2005, I.

US Chamber of Commerce - Institute for Legal Reform, (Ottobre 2012),  
“Stopping the Sale on Lawsuits: a Proposal to Regulate Third-Party Investment in  
Litigation” Disponibile su  
[www.instituteforlegalreform.com/uploads/sites/1/TPF\\_Solutions.pdf](http://www.instituteforlegalreform.com/uploads/sites/1/TPF_Solutions.pdf) .

US Chamber of Commerce, Institute for Legal Reform, (Ottobre 2009) “Selling  
Lawsuits, Buying Trouble: Third Party Litigation Funding in the United States”.

Weber,O., (2012), “*Social Finance and Impact Investing*”, SSRN, 11 Ottobre, p.  
4 ss. Disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2160403>

Wieser, RT., (2016), “*Private v Public Enforcement of European Competition  
Law?: Relationship between Effective Enforcement of the Law and Individual  
Justice*”. Durham Theses, Durham University.